

VENTURE CAPITAL, INVESTITION UND INNOVATION

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur Rolle und zu den
langfristigen Chancen einer eigenständigen Venture-Finanzierung
in der Bundesrepublik

Inauguraldissertation
zur Erlangung des Grades eines
Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
vorgelegt am
Fachbereich Wirtschaftswissenschaft
der Universität Bremen

von
Dipl.-Oec. Ralf Kaminski
aus Bremen

1988





Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41543119_0154

VENTURE CAPITAL, INVESTITION UND INNOVATION

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur Rolle und zu den
langfristigen Chancen einer eigenständigen Venture-Finanzierung
in der Bundesrepublik

Inauguraldissertation
zur Erlangung des Grades eines
Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
vorgelegt am
Fachbereich Wirtschaftswissenschaft
der Universität Bremen

von
Dipl.-Oec. Ralf Kaminski
aus Bremen

1988

Diese Arbeit hat dem Promotionsausschuß Dr.rer.pol.
der Universität Bremen als Dissertation
unter dem Titel

Venture Capital, Investition und Innovation

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur Rolle und zu den
langfristigen Chancen einer eigenständigen Venture-Finanzierung
in der Bundesrepublik

vorgelegen.

Erster Gutachter: Prof. Dr. Peter Kalmbach, Universität Bremen

Zweiter Gutachter: Prof. Dr. Heinz Rehkugler, Universität Bamberg

Das Kolloquium fand am 11. August 1988 statt.

Venture Capital, Investition und Innovation

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur Rolle und zu den langfristigen Chancen einer eigenständigen Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik

<u>Inhaltsübersicht</u>	<u>Seite</u>
Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	V
0. Einleitung und Problemstellung	1
1. Finanzierungsmethode "Venture Capital" - Definition, idealtypischer Verlauf und Erscheinungsformen	18
2. Finanzierung von Investitionen/Innovationen in ausgewählten Wirtschaftstheorien	29
2.1 Finanzierung in Joseph Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung"	29
2.1.1 Schumpeters Definition von wirtschaftlicher Entwicklung, Innovation und Unternehmer	31
2.1.2 Kreditfinanzierung als besondere Aktion bei der Durchsetzung von Innovationen	36

2.1.3	Relevanz der Eigenfinanzierung in Schumpeters Theorie	38
2.1.4	Zur Rolle der Venture-Finanzierung	41
2.2	Finanzierung autonomer Investitionen bei John Maynard Keynes	46
2.2.1	Autonome Investitionen als 'causa causans' in Keynes' Theorie	47
2.2.2	'finance' - Voraussetzung für autonome Investitionen	55
2.2.3	Unternehmerische Verfügbarkeit von 'finance'	60
2.2.4	Zur Rolle der Venture-Finanzierung	62
2.3	Hyman P. Minskys 'Hypothese der finanziellen Instabilität'	68
2.3.1	Investitionskalkulation in Minskys Theorie	69
2.3.2	Minskys Investitionstheorie	75
2.3.3	Darstellung der Instabilitätshypothese	83
2.3.4	Politische Implikationen und kritische Anmerkungen zur Instabilitätshypothese	93
2.3.5	Zur Rolle der Venture-Finanzierung	95
2.4	Resümee	106
3.	Venture Capital in der Bundesrepublik	
	- Eine grobe Markt(angebots)skizze	110

4. Venture Capital und mittelständische Unternehmen	
- Bericht über eine empirische Untersuchung	116
4.1 Einstellung mittelständischer Unternehmen zur Finanzierung mit Venture Capital	
- Ergebnisse einer Befragung von in der "Arbeitsgemeinschaft Selbständiger Unternehmer (ASU), Bonn" organisierten Unternehmen	116
4.1.1 Spezifika der antwortenden ASU-Unternehmen	117
4.1.2 Einstellung zur Venture-Finanzierungstechnik	126
4.2 Spezielle gemeinsame Neugründungen	
- von den antwortenden ASU-Unternehmen gewünschte Kooperationsbasis	140
5. Spezielle gemeinsame Neugründungen als langfristige Chance für eine eigenständige Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik	157
 Anhang 01 - Fragebogen zur ASU-Umfrage zu Stand und Verbesserungsmöglichkeiten der Kapitalversorgung mittlerer Unternehmen	 164
 Anhang 02 - Grundauszählung zu den Abschnitten I. "Fragen zum Unternehmen" und III. "Venture Capital" des Fragebogens zur ASU-Umfrage	 170
 Literaturverzeichnis	 188

<u>Abbildungsverzeichnis</u>	Seite
Abb. 01: Idealtypischer Verlauf einer Venture-Finanzierung	22
Abb. 02: Formen der Venture Capital-Finanzierung	25
Abb. 03: Investitionsentscheidung und Bestimmung der Investitionshöhe in Minskys Theorie	76
Abb. 04: Bestimmung der Investitionshöhe bei optimistischer Erlöserwartung	81
Abb. 05: Bestimmung der Investitionshöhe bei pessimistischer Erlöserwartung	90
Abb. 06: Bestimmungsfaktoren der Selbstfinanzierungsfähigkeit von Angebotsoligopolunternehmen in Eichners langfristiger Preisaufschlagsanalyse	99
Abb. 07: Strategische Finanzierungsentscheidung eines Angebotsoligopolunternehmens: Finanzierung durch Preisaufschlag	102
Abb. 08: Strategische Finanzierungsentscheidung eines Angebotsoligopolunternehmens: Finanzierung durch Preisaufschlag und Kreditaufnahme	103

<u>Tabellenverzeichnis</u>	Seite
Tab. 01: Insgesamt vorhandenes und investiertes Venture Capital (BRD, Jahresvergleich 1983 bis 1987)	111
Tab. 02: Venture Capital-Aufkommen nach Branchen in % (BRD, 1986)	112
Tab. 03: Venture Capital-Investitionen in % nach Branchen (BRD, 1986)	113
Tab. 04: Verteilung der antwortenden ASU-Unternehmen nach Umsatzklassen	117
Tab. 05: Anteil der Unternehmen nach Rechtsformen	118
Tab. 06: Verteilung der Eigenkapitalrenditen	120
Tab. 07: Kreuztabulation von "durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum in den letzten 5 Jahren" und "durchschnittliche (Eigenkapital)EK-Rendite (vor Steuern) der letzten 5 Jahre"	121
Tab. 08: Verteilung der Eigenkapitalquoten	123
Tab. 09: Kreuztabulation von "durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum in den letzten 5 Jahren" und "Entwicklung der (Eigenkapital)EK-Quote in den letzten 5 Jahren"	124
Tab. 10: Innovationshemmnis "Unzureichendes Finanzierungspotential"	128
Tab. 11: Argumente pro und contra Venture Capital (VC)	130
Tab. 12: Einstellung zur Venture-Finanzierung in Abhängigkeit vom Informationsstand	132
Tab. 13: Gewünschte Form der Beteiligung der Venture-Gesellschaft	133

Tab. 14:	Bereitschaft zur regelmäßigen Berichterstattung an die Venture-Gesellschaft und zur Umwandlung des eigenen Unternehmens in eine Aktiengesellschaft bei Ausstieg derselben	135
Tab. 15:	Verwendung von Venture Capital zur Markteinführung innovativer Produkte	137
Tab. 16:	Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?"	143
Tab. 17:	Kreuztabulation des contra VC-Motivs "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" und der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?"	144
Tab. 18:	Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und dem contra VC-Motiv "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden"	145
Tab. 19:	Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und dem contra VC-Motiv "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?"	146
Tab. 20:	Kreuztabulation von "EK-Quote" und der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?"	148
Tab. 21:	Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und der "EK-Quote"	149

- Tab. 22: Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und der "EK-Quote" für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" 150
- Tab. 23: Kreuztabulation von "VC-Relevanz für das eigene Unternehmen" und der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" 153
- Tab. 24: Kreuztabulation von "EK-Quote" und der "VC-Relevanz für das eigene Unternehmen" 154
- Tab. 25: Kreuztabulation von "EK-Quote" und der "VC-Relevanz für das eigene Unternehmen" für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" 155



0. EINLEITUNG UND PROBLEMSTELLUNG

Für eine rohstoffarme und exportabhängige Industrienation wie die Bundesrepublik Deutschland ist eine hohe internationale Wettbewerbsfähigkeit Voraussetzung für wirtschaftliche Prosperität. Angesichts der neuen internationalen Wachstumsbranchen wie Mikroelektronik, Informations-/Automatisierungstechnik, Bio-/Medizin- und Gentechnologie, kommt der Erhaltung und Verbesserung der unternehmerischen Wettbewerbsfähigkeit gerade auf diesen Zukunftsmärkten eine besondere Bedeutung zu. Große Hoffnungen, den mit der Etablierung der neuen Technologien notwendig gewordenen Strukturwandel in der deutschen Wirtschaft durch innovative Impulse rasch voranzutreiben, ruhen dabei auf jungen, kleinen und mittleren Unternehmen, denen eine höhere Kreativität und insbesondere Flexibilität¹ als Großunternehmen zugesprochen wird.

Parallel zur wirtschaftspolitischen Herausstellung der Innovation als Impetus für die zukünftige gesamtwirtschaftliche Entwicklung², wurden verstärkt öffent-

-
- 1 Vgl. Geiling, Richard (1982): "Der Beitrag kleiner und mittlerer Unternehmen zum technischen Fortschritt", Diss. von 1981, Göttingen, Schriften zur Mittelstandsforschung - Nr. 86, S. 37.
 - 2 Die wirtschaftspolitische Renaissance der autonomen oder nicht nachfrageinduzierten Investitionen/Innovationen als *die* wirtschaftliche Prosperität sichernde Größe, dokumentiert sich auch in einem Abrücken -jedenfalls schwerpunktmäßig- von einer bis Anfang der 80er Jahre verfolgten keynesianischen Nachfragepolitik hin zu einer eng mit dem Namen Schumpeter verbundenen Angebotspolitik, die die Person

lich die im Zusammenhang mit der Realisierung von risikoreichen Investitionen stehenden Finanzierungsprobleme junger, kleiner und mittlerer Unternehmen erörtert³.

In der Diskussion wurde zum einen deutlich, daß eine Kreditfinanzierung von Investitionen, von denen unsicher ist, ob und gegebenenfalls wann sie sich rentieren, häufig nicht nur an den Anforderungskriterien der Banken hinsichtlich Kreditwürdigkeit des Schuldners und überprüfbare Seriosität des Investi-

des individuellen Unternehmers im dynamischen Wettbewerbsprozeß in den Vordergrund stellt. "Das Lebenselixier der Wirtschaft ist der dynamische Wettbewerb. (...) Im dynamischen Wettbewerb suchen Pionierwettbewerber nach neuen Chancen. Sie bringen Innovationen an den Markt, bei hohem Risiko, aber auch lohnendem Gewinn im Falle des Erfolges.", in: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1984/85: "Chancen für einen langen Aufschwung", Tz 315 f. Zur Neuorientierung in der Wirtschaftspolitik siehe auch: Bundesministerium für Wirtschaft (Hrsg., 1983): "Konjunkturpolitik - Neu betrachtet", Gutachten des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft, Studienreihe 38, Bonn.

- 3 So wurde u.a. auf Anregung des Bundesministeriums für Wirtschaft vom Institut für Mittelstandsforschung (ifm) in Bonn unter Leitung von Horst Albach ein Gutachten "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital" erstellt (erschienen als ifm-Materialien Nr. 9 im November 1983) und auch der 55. Deutsche Juristentag diskutierte Maßnahmen zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der deutschen Wirtschaft, siehe: Reuter, Dieter (1984): "Welche Maßnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern?", Gutachten B zum 55. Deutschen Juristentag, München.

tionsprojekts scheitert, sondern daß junge, kleine und mittlere Unternehmen, aus Sorge vor drohender Illiquidität und damit aus Sorge um ihre eigene Existenz, einer mit festen Zins- und Tilgungsverpflichtungen verbundenen Kreditfinanzierung von ertragsunsicheren Investitionen und Innovationen selbst skeptisch gegenüberstehen. Zum anderen zeigte die Diskussion, daß junge, kleine und mittlere Unternehmen nicht nur wegen zusätzlicher Fremdfinanzierungsrisiken bei der Realisierung von risikoreichen Investitionen zurückhaltend sind oder auf deren Umsetzung ganz verzichten, sondern auch aufgrund fehlender Möglichkeiten zur Streuung des für die einzelne Unternehmung/den einzelnen Unternehmer unter Umständen zu hohen Investitionsrisikos selbst. Für eine intensivere Ausschöpfung des in jungen, kleinen und mittleren Unternehmen liegenden Innovationspotentials bedarf es daher einer risikopartnerschaftlichen wie die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens nicht gefährdenden Finanzierungsform.

Unternehmen des innovativen Mittelstands stärker mit risikotragenden und liquiditätsschonenden Finanzierungsmitteln zu versorgen heißt, langfristig deren Eigenkapitalausstattung zu stärken. Aus dieser Erkenntnis erhielt die Verbesserung der Eigenkapitalversorgung innovativer junger, kleiner und mittlerer Unternehmen politische Priorität.

Grundsätzlich kann bei der Beschaffung von zusätzlichem Eigenkapital zweigleisig gefahren werden. Zur Verfügung steht der Weg der Innenfinanzierung durch Einbehalten von Gewinnen (Selbstfinanzierung) und der

der Außenfinanzierung durch Beschaffung von Kapitaleinlagen (Beteiligungsfinanzierung). Während die Selbstfinanzierung prinzipiell allen Unternehmen möglich ist, kann die Alternative "Beteiligungsfinanzierung", insbesondere was den Zugang zum organisierten Kapitalmarkt anbelangt, beeinträchtigt sein von der zuvor getroffenen Wahl der Unternehmensrechtsform und von der Unternehmensgröße. In ihrem "Bericht der Bundesregierung über die Risikokapitalausstattung der deutschen Wirtschaft"⁴ präferiert diese zwar die erste Variante:

"Vorrang hat die Risikokapitalbildung im Unternehmen selbst (Selbstfinanzierung) durch eine nachhaltige Stärkung der Ertragskraft der Unternehmen."⁵,

aber:

"Neben der Stärkung der Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen muß die Wirtschaftspolitik auch die Voraussetzungen dafür schaffen, daß den Unternehmen wieder in stärkerem Umfang Risikokapital von außen zugeführt wird."⁶

Da einer erhöhten Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen aufgrund von Einkommensansprüchen der Arbeitnehmer sowie durch unternehmerische Konkurrenz

4 Abgedruckt in: Presse- und Informationsamt der Bundesregierung, Aktuelle Beiträge zur Wirtschafts- und Finanzpolitik, Nr. 78/1983, Bonn, 19. Dezember 1983, S. 2-8.

5 Presse- und Informationsamt, Aktuelle Beiträge Nr. 78/1983, S. 5.

6 Presse- und Informationsamt, Aktuelle Beiträge Nr. 78/1983, S. 6.

Grenzen gesetzt sind⁷, kommt in der langen Frist vor allem der Beteiligungsfinanzierung ein besonderes Gewicht zu⁸.

Kleine und mittlere Unternehmen werden überwiegend als Einzelunternehmungen, als Personengesellschaften oder als Gesellschaften mit beschränkter Haftung gegründet und besitzen damit keinen Zugang zur Börse. Indem der organisierte Kapitalmarkt als Quelle für anonymes Beteiligungskapital ausscheidet, bleibt diesen Unternehmen als Alternative nur die direkte Kontaktaufnahme zu neuen Gesellschaftern, die sich entweder offen oder verdeckt (stille Gesellschafter), als Voll- oder als Teilhafter beteiligen können.

Die Bereitschaft privater Kapitalanleger, in innovative junge, kleine und mittlere Unternehmen zu investieren, ist jedoch nicht überzubewerten. Hierfür ist zum einen das Fehlen eines organisierten Marktes für Beteiligungstitel an Unternehmen ohne Zugang zur

7 Zur Problematik der Selbstfinanzierung in mittelständischen Unternehmen siehe auch: Geiser, Josef (1983): "Wachstumshemmnisse mittelständischer Industriebetriebe", Göttingen, Schriften zur Mittelstandsforschung - Nr. 90, S. 109-111.

8 Dieses Gewicht wird unterstrichen durch die zwischenzeitliche Verabschiedung von drei Gesetzen zur Erleichterung der Eigenkapitalbeschaffung von außen. Zum 1. Januar 1987 traten das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften und das Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für institutionelle Anleger, zum 1. Mai 1987 das Börsenzulassungs-Gesetz in Kraft. Diese Gesetze verbessern vor allem die Beteiligungsfinanzierungsmöglichkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen, die aufgrund ihrer Rechtsform bislang überwiegend keinen Zutritt zum organisierten Kapitalmarkt besaßen.

Börse verantwortlich, so daß die Fungibilität derartiger Titel stark eingeschränkt ist, mit der Konsequenz, daß Beteiligungen an nicht(börsen)notierten Unternehmen in der Regel nur für Daueranleger geeignet sind. Ein anderes Hemmnis liegt in der Risikobereitschaft des Investors, die im Falle innovativer kleinerer Unternehmen gleich doppelt gefordert ist: Unternehmens- und Investitions(projekt)risiken sind zu prüfen. Die bestehenden Finanzierungsprobleme innovativer junger, aber auch kleiner und mittlerer Unternehmen zeigen, daß die mit Beteiligungen an ihren Unternehmen vermuteten Risiken von privaten Geldanlegern, aber auch von etablierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften, vielfach als zu hoch bewertet werden.

Die ungelösten Finanzierungsschwierigkeiten von kleineren innovativen Unternehmen deuten auf eine Schwachstelle im bestehenden Angebot an Beteiligungskapital hin. Es bedarf zusätzlich einer Finanzierungsmethode, die den hohen finanziellen Risiken von Beteiligungen an derartigen Unternehmen konsequent Rechnung trägt. Da auch zahlreiche innovative junge, kleine und mittlere Unternehmen in den neuen internationalen Wachstumsbranchen wie Mikroelektronik, Informations-/Automatisierungstechnik, Bio-/Medizin- und Gentechnologie unter den negativen Auswirkungen dieses Defizits leiden, ist eine erfolgreiche Mobilisierung und Weiterleitung von stark risikobereitem Beteiligungskapital an diese Unternehmen auch volkswirtschaftlich wünschenswert.

Der signifikante Eigen-/Beteiligungskapitalmangel bei innovativen jungen, kleinen und mittleren Unternehmen in internationalen Wachstumsbranchen und deren damit verbundene Insolvenzanfälligkeit haben von staatlicher wie privatwirtschaftlicher Seite seit 1983 ein verstärktes Interesse an der Entwicklung eines bundesdeutschen Venture Capital-Marktes entstehen lassen.⁹ Bei der in den Vereinigten Staaten entwickelten und inzwischen nicht nur dort mit großem Erfolg praktizierten Finanzierungsmethode "Venture Capital" bieten spezielle Venture Capital-Gesellschaften innovativen kleineren Unternehmen temporär nicht nur stark risikobereites Beteiligungskapital an, sondern kombinieren dieses Angebot -je nach Geschäftsentwicklung des Portefeuille-Unternehmens- mit einer stärkeren oder schwächeren Management-Beratung/Unterstützung, womit diese Finanzierungstechnik speziell auf die Bedürfnisse innovativer Pionierwettbewerber im Sinne einer angebotsorientierten Theorie zugeschnitten ist.¹⁰ Indem Venture Capital-finanzierte Unternehmen auf Zukunftsmärkten überdurchschnittlich erfolgreich operieren und auf diesen zahlreiche neue Arbeitsplätze schaffen, ist es das qualitative Element, das die Venture-Finanzierung in den Blickpunkt

9 Zur historischen Entwicklung des Venture Capital-Gedankens in der Bundesrepublik Deutschland siehe: Natusius, Klaus (1983): "Wege zur Aktivierung von Venture Capital in Deutschland", in: Workshop Venture Capital für junge Technologieunternehmen, Haar bei München, S. 99-111.

10 Das nach Bedarf zur Verfügung gestellte Beteiligungskapital oder beteiligungsähnliche Kapital ermöglicht den Unternehmen ein schnelles Wachstum auch in der kurzen Frist, die Management-Unterstützung konzentriert sich vor allem auf Fragen der längerfristigen strategischen Unternehmensführung.

des öffentlichen Interesses gerückt hat.¹¹ Entsprechend eng ist mit dem Begriff "Venture Capital" der Wunsch assoziiert, über Schließung einer Schwachstelle im bestehenden Angebot an stark risikobereitem Beteiligungskapital für junge, kleine und mittlere Unternehmen, deren Innovationspotential zur Realisierung des wirtschaftlichen Strukturwandels effizienter zu nutzen.

Obwohl in der Bundesrepublik das Mittelaufkommen für Venture Capital von DM 30 Mio in 1983 kräftig auf jüngsten Schätzungen zufolge DM 1,2 Milliarden in 1987 anstieg, ist dieser Beteiligungsfinanzierungsmethode die gewünschte Breitenwirkung bislang versagt geblieben. Überlegungen der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie zeigen, daß das Ausbleiben der gewünschten Breitenwirkung nicht auf einem dem Venture-Konzept "immanenten Defekt" beruht, die einzelnen Merkmale der Venture-Finanzierung wie ihre Kombination den Erfolg dieser neuen Finanzierungsmethode nicht selbst beeinträchtigen.

Die neo-institutionalistische Finanzierungstheorie¹² befaßt sich schwerpunktmäßig mit der Frage,

11 Vgl. Schmidt, Hartmut (1984): "Venture-Capital-Märkte in Europa", in: Kredit und Kapital, 17.Jg., Heft 2, S. 282 f.

12 In der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie gibt es Ansätze, die:

- Transaktionskosten von Märkten betonen und damit die Gegenüberstellung von Märkten und Institutionen als konkurrierende Organisationsformen oder Koordinationsmechanismen nahelegen;

wie Finanztechnologien bzw. einzelne Elemente von ihnen Interessenskonflikte zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern (Finanzierungsvolumen, Fristen, Risiken, Informationsaustausch, Kontrolle) durch institutionelle, organisatorische und vertragliche Vorkehrungen qualitativ ausgleichen und dadurch Finanzierungskosten senken bzw. Wohlfahrtsgewinne herbeiführen. Finanztechnologien bewirken eine qualitative Veränderung des Produktionsfaktors Kapital. Der Vorteilhaftigkeit oder Produktivität der Veränderung stehen in der Regel Nachteile oder Kosten gegenüber, d.h.: Finanztechnologien werden sich nur dann durch-

- strukturelle Informationsunterschiede (asymmetrische Informationsverteilung) als Ursache von Funktionsproblemen von Märkten und deren Konsequenzen untersuchen;

- Anreizwirkungen von Vertragsstrukturen, Probleme von Delegation und Funktionsteilungen und Möglichkeiten der Reduktion dieser "agency problems" thematisieren.

Diese Denkansätze, die der Organisations-, Arbeitsmarkt- und Preistheorie entstammen, bilden eine Gegenrichtung zur neoklassischen Finanzierungstheorie, die mit ihren Annahmen friktions- und kostenlos funktionierender Märkte, symmetrischer Informationsverteilung und gegebener, von der Art der Finanzierung unabhängiger unsicherer Zahlungsströme aus der zu finanzierenden Investition wenig geeignet ist, das hinter dem Venture Capital stehende Finanzierungsproblem innovativer, kleiner und mittlerer Unternehmen adäquat zu beschreiben. Auch wenn die neo-institutionalistische Finanzierungstheorie noch kein geschlossenes Aussagensystem bildet, ist sie aufgrund ihrer Distanzierung von vollkommenen, in ihrer Gesamtheit im Gleichgewicht befindlichen Finanzmärkten für die Erfolgsbeurteilung der Finanztechnologie "Venture Capital" der relevantere Ansatz. Vgl. Schmidt, Reinhard H. (1985): "Venture-Capital aus der Sicht der Finanzierungstheorie", in: BfF - Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 37. Jg., Heft 5 - September, S. 425 f.

setzen, nur dann Erfolg haben, wenn sie zum einen für ihren Anwendungsbereich das Finanzierungsproblem besser lösen als andere, konkurrierende Finanztechnologien und zum anderen dauerhaft mehr Vorteile (Nutzen) als Nachteile (Kosten) aufweisen¹³.

Die Finanztechnologie Venture Capital ist durch drei Merkmale gekennzeichnet:

1. Die Finanzierung erfolgt durch Eigenkapital mit unbeschränkter Gewinnmöglichkeit.
2. Die Venture-Gesellschaft übernimmt eine aktive Rolle in der Unternehmensführung.
3. Die Venture-Gesellschaft löst ihr Engagement nach Möglichkeit durch Verkauf der Unternehmensanteile an der Börse.

Eine Gegenüberstellung dieser Venture-Merkmalsskombination mit der Praxis der etablierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften offenbart ihre Vorzüge.

1. Kapitalbeteiligungsgesellschaften unterwerfen sich Gewinnbeschränkungen. Dies kann unter Umständen dazu führen, daß aufgrund eines unvollkommenen Risikoausgleichs (stark risikobehafteten Investitionen stehen begrenzte Gewinnmöglichkeiten gegenüber) besonders risikoreiche Investitionen nicht finanziert werden. Die unbeschränkte Gewinnmöglichkeit bei der Venture-Finanzierung wird demgegenüber die Realisierung risikoreicher Investitionen eher begünstigen.
2. Kapitalbeteiligungsgesellschaften veräußern bei einem Ausstieg aus einem Engagement ihren

13 Vgl. Schmidt, R.H. (1985), S. 428 f.

Kapitalanteil in der Regel an die verbleibenden Gesellschafter, wodurch für das Beteiligungsunternehmen Liquiditätsprobleme sowie Bewertungskonflikte entstehen können. Demgegenüber findet der Ausstieg einer Venture-Gesellschaft über die Emission von Anteilen an der Börse statt. So werden Liquiditätsprobleme vermieden, Bewertungskonflikte minimiert und zudem auch unbegrenzte Gewinnanteile/Wertsteigerungen bei Ausstieg eines Gesellschafters realisierbar.

3. Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind passive Gesellschafter. Eine intensive Kontrolle des Portefeuille-Unternehmens, eine Managementhilfe oder -beratung findet nicht statt, wodurch sich das Beteiligungsrisiko erhöhen kann. Demgegenüber wirkt die Unternehmenskontrolle der Venture-Gesellschaft risikomindernd und verbunden mit einer aktiven Managementberatung/-unterstützung kann sie zudem einen zügigeren Wertzuwachs begünstigen.

Die Merkmale "Eigenkapital mit unbeschränkter Gewinnmöglichkeit", "aktive Rolle" und (nach Möglichkeit) "Verkauf an der Börse" bilden ein Finanzierungssystem, dessen Elemente sich gegenseitig bedingen und noch verstärken. Die Finanztechnologie "Venture Capital" beschränkt sich bei der Finanzierung von risikoreichen Investitionen nicht darauf, diese Risiken optimal zu verteilen, sondern sie reduziert wirkungsvoll auch Informations/Kontrollprobleme. Ohne die Kosten/Nachteile der Venture-Technik im einzelnen zu analysieren, kann aufgrund der nutzenverstärkenden Systemhaftigkeit der Venture-Merkmale vermutet werden, daß die Vorteile der Finanztechnologie "Venture Capital" die Nachteile

überkompensieren werden. Aufbauend auf diesen neoinstitutionalistischen Überlegungen läßt sich Venture Capital als eine gute, erfolgversprechende Finanztechnologie kennzeichnen, die Finanzierungsprobleme innovativer junger, kleiner und mittlerer Unternehmen vermutlich eher lösen kann als andere Finanztechnologien¹⁴.

Ist ein der Venture-Finanzierung "immanenter Defekt" auszuschließen, können die Ursachen für die bislang ausgebliebene Breitenwirkung der Venture-Finanzierungstechnik nur in anderen "exogenen" Bereichen liegen.

Die vorliegende Arbeit, die an der Differenz zwischen dem politisch gewünschten, dem (finanzierungs)theoretisch erwarteten und dem faktisch erreichten Gewicht der Finanzierung von risikoreichen Investitionen/Innovationen durch Venture Capital anknüpft, unterteilt sich in zwei Schwerpunkte. Nach einer einleitenden Definition der Finanzierungsmethode "Venture Capital", der Vorstellung ihres idealtypischen Verlaufs und ihrer Erscheinungsformen ist es ihr erstes Anliegen, anhand der Beschreibung der (Schlüssel)Rolle, die der Venture-Finanzierung auch in ausgewählten Theorien für mehr Wachstum und damit für mehr wirtschaftliche Prosperität zugesprochen werden kann, erneut -aber wirtschaftstheoretisch- auf die gesamtwirtschaftlichen Vorzüge einer intensiveren Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" hinzuweisen.

14 Vgl. Schmidt, R.H. (1985), S. 433 f.

Im Mittelpunkt dieses theoretischen Teils stehen die Finanzierungsaussagen von Joseph Schumpeter, von John Maynard Keynes und von Hyman P. Minsky¹⁵. In der bewußt breiter angelegten Darstellung ihrer Finanzierungsaussagen wird deutlich, daß bei ihnen die Träger wirtschaftlicher Prosperität etablierte und zumeist größere Unternehmen sind, die als rentabel vermutete Investitions-/Innovationsvorhaben aufgrund ausreichend unterstellter Eigenmittel und/oder Selbstfinanzierungskraft und/oder Kreditwürdigkeit stets auch finanzieren können. Bedingt durch diese Konzentration auf etablierte größere Unternehmen, bleiben bei ihnen die spezifischen Finanzierungsprobleme innovativer junger und kleinerer Unternehmen ausgeblendet, wird eine Nichtumsetzung von Investitionen/Innovationen mangels Zugang zu risikopartnerschaftlichen und liquiditätsschonenden Finanzierungsmitteln nicht thematisiert. Dennoch läßt sich zeigen, daß sich auch in ihren Theorien, für den Fall einer Aufnahme innovativer junger und kleinerer Unternehmen in den Kreis der für wirtschaftliche Prosperität Verantwortlichen, ein "wirtschaftstheoretischer" Bedarf für eine intensive Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" ergibt, so daß sich die der Venture-Finanzierung zu-

15 Die Auswahl dieser Theoretiker begründet sich bei Schumpeter mit der wirtschaftspolitischen Renaissance seiner "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung", mit der er bereits 1911 eine "Theorie der Innovation" vorstellte, bei Keynes mit seiner Betonung der Verfügbarkeit von finance als unabdingbare Voraussetzung jeglicher Investitions-/Innovationstätigkeit (finance $\rightarrow$ I $\rightarrow$ Y (Multiplikator) $\rightarrow$ S = Keynessche Wirkungskette), und für die Aufnahme Minskys spricht seine Herausarbeitung der Gefahren einer zu intensiven Finanzierung mit Fremdkapital für die Stabilität einer Ökonomie.

kommende Schlüsselfunktion für ein Mehr an innovationsgetragenen Wachstum und damit für mehr wirtschaftliche Prosperität auch an ihren Theorien verdeutlichen läßt.

Im Anschluß an die wirtschaftstheoretische Beschreibung der gesamtwirtschaftlichen Vorzüge von mehr Venture-Finanzierungen, ist es das zweite Anliegen dieser Arbeit, eine praxisbezogene Anregung für mehr Venture-Finanzierungen zu geben. Aus der Vielzahl der Problemfelder¹⁶ für eine intensivere Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" wird im empirischen Teil dieser Untersuchung und im Hinblick auf die langfristigen Chancen einer eigenständigen Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik, dem Aspekt der Risikostreuung als eine notwendige Voraussetzung für den Erfolg der hiesigen Venture-Gesellschaften wie als notwendige Voraussetzung für die ge-

16 Problemfelder für eine intensivere Anwendung der Venture-Finanzierung können sich grundsätzlich ergeben bei:

- den wirtschaftlichen, rechtlichen, steuerlichen und gesellschaftlich-sozialen Rahmenbedingungen des Venture Capital-Marktes,
- den Phasen der idealtypischen Venture-Finanzierung, im einzelnen: Investmentphase, Anlauf- und Wachstumsphase, Desinvestmentphase,
- den Beteiligten der Venture-Finanzierung: den Kapitalanlegern, den Venture Capital-Gesellschaften und den Venture-Unternehmen.

Vgl. Fischer, Lutz (1987): "Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland", in: DBW - Die Betriebswirtschaft, 47. Jg., Heft 1, Jan./Feb., S. 14.

wünschte Breitenwirkung der Venture-Finanzierungstechnik besondere Aufmerksamkeit geschenkt.

Gründungsfinanzierungen technologieorientierter Unternehmen und andere mit äußerst schwer abwägbaren Entwicklungsrisiken verbundene Finanzierungen ausschließlich Venture Capital-Gesellschaften zuzuweisen hieße, diese risikomäßig zu überfordern. Für eine intensivere Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" ist es daher notwendig, durch Aufzeigen risikomoderater Beteiligungsalternativen, die hiesigen Venture Capital-Gesellschaften in ihrem Bemühen um branchen-, projekt- und unternehmenstyp-bezogene Risikostreuung und Diversifikation wirkungsvoll zu unterstützen.

Dieses Aufzeigen von risikomoderaten Beteiligungsalternativen erweist sich in doppelter Hinsicht als schwierig. Zum einen gilt es, das Interesse etablierter mittelständischer, kapital- und renditestarker Unternehmen (auch in konventionellen Branchen) für Venture Capital zu wecken, das aufgrund zahlreich zur Verfügung stehender Finanzierungsalternativen und aufgrund bestehender Reserviertheit gegenüber neuen stimmberechtigten Gesellschaftern vermutlich nicht sehr ausgeprägt ist. Und zum anderen gilt es, für die Venture Capital-Gesellschaften einen Beteiligungsweg zu finden, der sie auch in Zukunft auf dem expandierenden Markt für Beteiligungskapital gegenüber der Konkurrenz der bekannten Kapitalbeteiligungsgesellschaften ihr eigenes Profil bewahren läßt.

Im Anschluß an eine vom theoretischen Teil überleitende grobe Venture Capital-Markt(angebots)skizze, die insbesondere der quantitativen Beschreibung des Venture Capital-Angebotsüberhangs dient, deutet die im Mittelpunkt des empirischen Teils stehende erstmalige Untersuchung der Einstellung mittelständischer Unternehmen zur Finanzierung mit Venture Capital dennoch eine risikomoderate Beteiligungsalternative an. Zwecks Auslotung dieser Einstellung zur Venture-Finanzierung wurden 1.701 in der "Arbeitsgemeinschaft Selbständiger Unternehmer (ASU), Bonn" organisierte Industrieunternehmen mit mehr als 20 Beschäftigten schriftlich befragt, von denen 304 mit der Rücksendung eines ausgefüllten Fragebogens antworteten; dies entspricht einer Rücklaufquote von rund 18%. Die Auswertung der aus dieser Aktion gewonnenen Daten gibt - als wichtigstes Resultat- Anlaß zu der Vermutung, daß die hiesigen Venture Capital-Gesellschaften langfristig einen breiteren Zugang zu den für sie attraktiven kapital- und renditestarken mittelständischen Unternehmen dann erhalten werden, wenn sie mit diesen zwecks gemeinsamer Realisierung von bislang ruhenden Investitionsvorhaben stärker über eine spezielle gemeinsame Neugründung als unternehmerische Beteiligungsbasis verhandeln, und weniger eine Beteiligung am bestehenden, erfolgreich arbeitenden Unternehmen anstreben.

Schließlich werden als Ergebnis dieser Arbeit sowohl die mit der risikomoderaten Beteiligungsalternative "spezielle gemeinsame Neugründungen" verbundenen langfristigen Chancen für eine eigenständige Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik erörtert,

als auch die Vorzüge einer über "spezielle gemeinsame Neugründungen" möglichen intensiveren Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" aus gesamtwirtschaftlich/wirtschaftstheoretischer Sicht.

1. FINANZIERUNGSMETHODE "VENTURE CAPITAL" - DEFINITION, IDEALTYPISCHER VERLAUF UND ERSCHEINUNGSFORMEN

Seit ihrem Aufkommen in den Vereinigten Staaten in den Jahren nach 1945 hat sich die Venture-Finanzierung von ihrer Ursprungsidee "Gründungsfinanzierung bzw. Finanzierung von jungen Unternehmen mit überdurchschnittlichen Wachstumspotentialen" permanent verbreitert zu einem heute alle Phasen des Unternehmenswachstums berücksichtigenden Dienstleistungskonglomerat¹⁷. Diese Angebotsausweitung wird auch von PRATT konstatiert, dem Herausgeber und Verleger zahlreicher amerikanischer Venture Capital-Publikationen

17 Der Beginn der Venture-Finanzierung im heutigen Sinne wird oftmals mit der Gründung der Bostoner "American Research and Development Corporation" (ARD) im Jahre 1946 angesetzt. Vgl.: Goldmann, Wilhelmine (1983): "Innovation und Venture Capital in den USA", in: Wirtschaft und Gesellschaft - Wirtschaftspolitische Zeitschrift der Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, 9. Jg., Heft 2, S. 269;

Mann, Alfred (1985): "Venture Capital in Österreich: Welche Chance hat diese Finanzierungsform in Österreich - wie können Klein- und Mittelbetriebe davon profitieren?", Wien, S. 18;

Merkle, Erich (1984): "Venture Capital als Instrument des Technologiemanagements", in: Betriebs-Berater, Heft 17 vom 20.06.1984, S. 1060;

OECD (1985): "Venture Capital in Information Technology", Paris, S. 15;

Hinsichtlich der Struktur, Aufgaben und Entwicklung der ARD siehe: Warnking, Gerhard (1973, Diss.): "Die Finanzierungslücke kleiner und mittlerer Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland sowie Möglichkeiten und Grenzen ihrer Schließung unter Berücksichtigung amerikanischer Erfahrungen", Münster, S. 115-118.

(u.a. "Pratt's Guide to Venture Capital Sources" und "Venture Capital Journal").

"Venture capital is often thought of as 'the early-stage financing of new and young companies seeking to grow rapidly'. Although this has been, and remains, the main focus of most professional venture investors, the venture capital industry today covers a broader spectrum. In addition to providing seed, startup and first stage financing, venture capitalists also fund the expansion of companies that have already demonstrated the viability of their business but do not yet have access to the public securities market or to credit-oriented institutional funding sources such as banks or insurance companies. They also provide management/leveraged buyout financing to assist operating managements purchase and revitalize a division of a major corporation or an absentee-owned private company. Venture capitalists also sometimes employ their skills and experience in public stock market securities, where patient, supportive investment can assist ongoing business development."¹⁸

Angesichts des breiteren Spektrums der modernen Venture-Finanzierung ist -aus Gründen der Zweckmäßigkeit und Operationalität- eine weite Definition von

18 Pratt, Stanley E. (1985): "Overview and Introduction to the Venture Capital Industry", in: Pratt, S.E./Morris, J.K. (Ed.): Pratt's Guide to Venture Capital Sources, 9. Edition, Massachusetts, S. 7.

Venture Capital geboten¹⁹. Aus diesem Grunde konzentriert sich die folgende Begriffsbestimmung auf die allgemeinen, das Wesen der Venture-Finanzierung ausmachenden Charakteristika.²⁰

1. Bei der Finanzierungsmethode Venture Capital handelt es sich um eine eigenständige Form der Einlagen-/ Beteiligungsfiananzierung, die temporär begrenzt ist.
2. Venture Capital erhalten finanzschwache junge, kleine und mittlere Unternehmen zur Realisierung und Vermarktung ihrer innovativen und überdurchschnittlich absatzträchtigen Produkte oder Produktideen.
3. Das Ziel der Venture Capital-Anbieter liegt in der Vervielfachung des Werts ihrer (i.d.R. Minderheits-)Kapitalbeteiligung innerhalb eines mit fünf bis zehn Jahren relativ kurzen Zeitraumes. Auf eine laufende Gewinnbeteiligung wird verzichtet; die Realisierung des Wertzuwachses der Kapitalbeteiligung erfolgt möglichst durch Börseneinführung des Unternehmens und anschließender Veräußerung der Beteiligungsquote am Kapitalmarkt.
4. Mit der Bereitstellung von Venture Capital ist eine in ihrer Intensität fließende, vorwiegend strategische Management-Beratung seitens des Venture Capital-Gebers verbunden: vom völligen Verzicht auf eine Management-Beratung kann diese in besonderen Fällen bis zur vollständigen

19 Zur Notwendigkeit einer weiten Venture Capital-Definition siehe auch: Venture Capital Journal (1987, March): Special Report, "What is Venture Capital - Something old, something new", S. 10-12.

20 So wird zum Beispiel eine Eingrenzung der Venture-Finanzierungsanlässe bewußt nicht vorgenommen.

digen Übernahme der kaufmännischen Unternehmensführung ausgeweitet werden.²¹

Venture Capital ist risikotragendes Wachstumskapital. Entsprechend sind die Phasen der Venture-Finanzierung abgestimmt auf die einzelnen Entwicklungs-/Wachstumsstufen von jungen, kleinen und mittleren Unternehmen. Abbildung 1 dient der Erläuterung des idealtypischen phasenkongruenten Verlaufs einer Venture-Finanzierung.²²

21 Die in Punkt 1 betonte Eigenständigkeit der Venture-Finanzierung ergibt sich aus der möglichen Übernahme der Entscheidungsgewalt im gesamten kaufmännischen Bereich durch den Venture Capital-Geber, d.h. aus seiner gegenüber einer normalen Einlagen-/Beteiligungsfinanzierung erheblich erweiterten Rechtsstellung. Siehe hierzu auch: Räbel, Dieter (1986, Diss.): "Venture Capital als Instrument für Innovationsfinanzierung - Eine kritische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Projektbewertungsproblems", Köln, S. 33.

22 Ähnliche Schaubilder zum Verlauf von Venture Capital-Finanzierungen finden sich in:

Ernst, Dierk (1986): "Finanzierung neuer Technologien", in: ZfB - Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 1/86 "Strategische Investitionsplanung für neue Technologien", Wiesbaden, S. 243;

Fischer, Lutz (1987): "Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland", in: DBW - Die Betriebswirtschaft, 47. Jg., Heft 1, Jan./Feb., S. 13;

Laub, Ulf (1985): "Venture-Capital-Markt", München, S. 30;

Willms, Manfred (1985): "Wachstumsfinanzierung mit Venture Capital", in: Wirtschaftsdienst, 65. Jg., Heft V, S. 228.

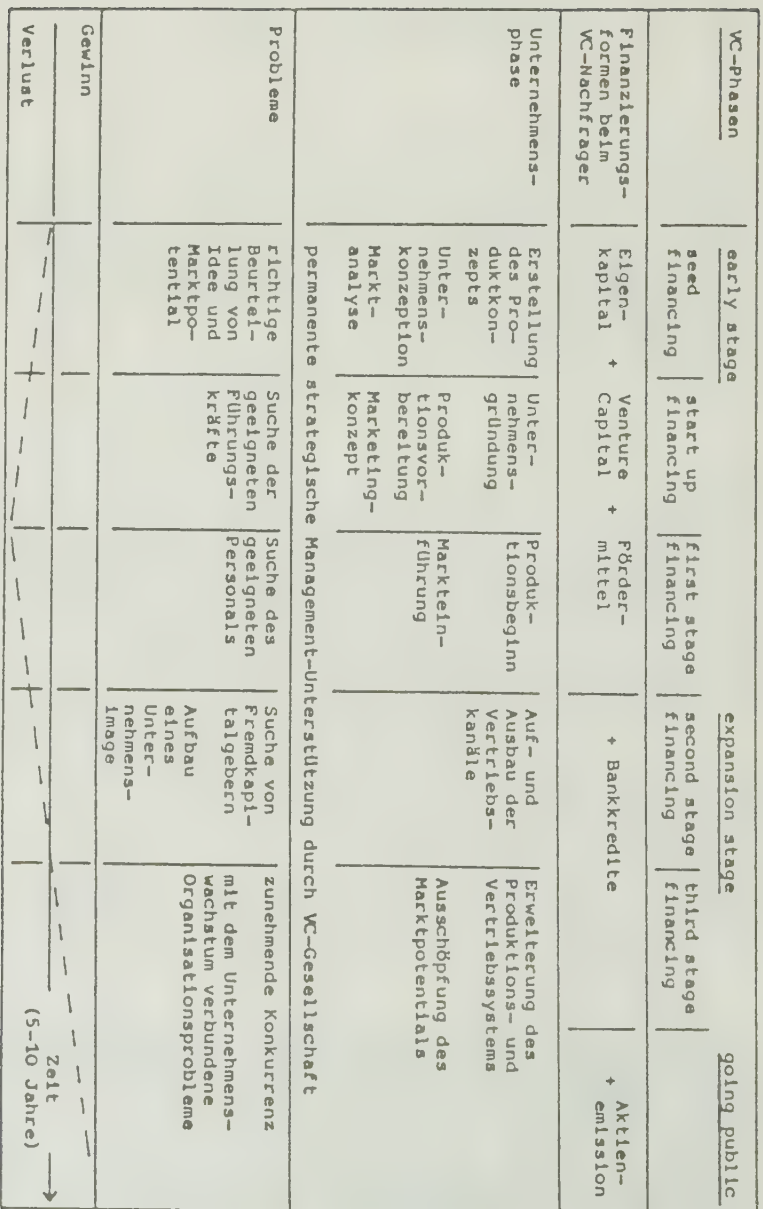


Abb. 01: Idealtypischer Verlauf einer Venture-Finanzierung

In der ersten Phase, dem seed financing, befindet sich das Innovationsprojekt noch in der "Forschung und Entwicklung". Die in diesem Stadium anfallenden Ausgaben für Unternehmenskonzeption, erste Marktanalysen, etc. werden von den Projektinitiatoren in der Regel direkt übernommen. Eine Venture-Finanzierung zu diesem Zeitpunkt kann daher als Ausnahme angesehen werden. Doch die bereits darauffolgenden Stufen der start-up - und first stage Finanzierung sind die klassischen Betätigungsfelder der Venture Capital-Anbieter. Diese auch technisch orientierten Spezialisten mit fundierten Kenntnissen der neuen Wachstumsbranchen sind in der Lage, bereits zu diesem frühen Zeitpunkt die ökonomischen Erfolgsaussichten innovativer Produkte zu beurteilen. Wird zwecks Marktumsetzung einer Innovation ein Unternehmen gegründet, entstehen durch Produktions(serien)vorbereitung, Produktionsanlauf, Marketingkonzepte, etc. erhebliche Kosten. Für die Deckung dieses langfristigen Finanzierungsbedarfs scheiden Bankmittel wegen fehlender dinglicher Sicherheiten üblicherweise aus.²³ Es ist diese Bonitäts-/Finanzierungslücke, in die Venture Capital-Anbieter stoßen, wenn sie jungen Unternehmen bereits in dieser Wachstumsstufe mit risikotragendem

23 "It will often be difficult for emerging enterprises to raise traditional forms of long term finance because they are unable to meet the eligibility criteria used by traditional financiers.", in: OECD (1986): "Venture Capital - Context, Development and Policies", Paris, S.12.

Beteiligungskapital, also langfristigem und liquiditätsschonendem Kapital zur Verfügung stehen.²⁴

Im Falle einer erfolgreichen Innovations(markt)-einführung wird das junge Unternehmen bereits einen erhöhten Marktwert besitzen und mit dem Übergang in die Ausdehnungsphase (expansion stage) die Zone kumulierter Verluste verlassen. Der zügige Auf- und Ausbau von zusätzlichen Vertriebskanälen und die Erweiterung des Produktionssystems wird, wegen zunehmender Rentabilität und sich einstellender Bonität, jetzt auch durch Kreditaufnahmen teilfinanziert.

Durch fortschreitende Ausschöpfung des Marktpotentials und damit verbundenem Unternehmenswachstum erfahren die Beteiligungsquoten der Venture Capital-Anbieter weitere Wertsteigerungen. Es liegt nun an ihnen, den günstigsten Moment der Börseneinführung des Unternehmens (going public) zu bestimmen und durch den Verkauf der eigenen Anteile deren Wertzuwachs oder die Beteiligungsrendite zu realisieren.²⁵

24 Zum fehlenden Angebot an langfristigem Beteiligungskapital für junge Unternehmen siehe auch: Coutarelli, Spiro A. (1977): "Venture Capital in Europe", New York, u.a., S. 7 und 17.

25 Hinsichtlich der "Stage-Definitionen" siehe auch: Venture Capital Journal (1987, May): Special Report, "Venture Capital Disbursements increase to \$ 2.9 Billion in 1986", S. 16 (=Anhang).

Einen Überblick über die Erscheinungsformen²⁶ der beschriebenen Venture-Finanzierung vermittelt Abbildung 2.

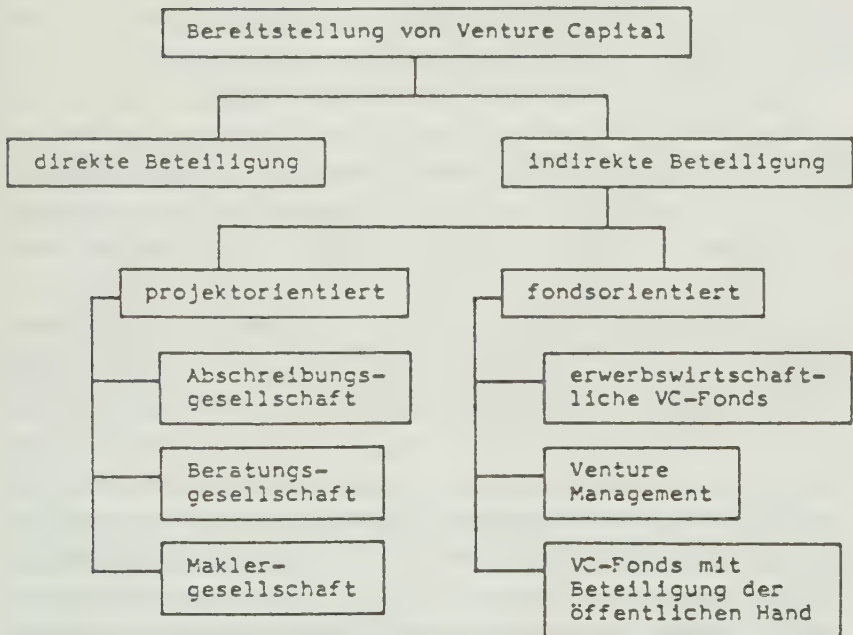


Abb. 02: Formen der Venture Capital-Finanzierung

²⁶ Ähnliche Schaubilder zu den Beteiligungsformen der Venture-Finanzierung finden sich in: Ernst, Dierk (1986), S. 246, Fischer, Lutz (1987), S. 12, Nathusius, Klaus (1983), S. 101 und Räbel, Dieter (1986, Diss.), S. 139.

Generell sind direkte und indirekte Beteiligungen voneinander zu trennen. In den Fällen der direkten Beteiligung investieren Venture Capital-Anbieter unmittelbar in ein Beteiligungsunternehmen. Sie tragen dabei ein überproportionales Risiko, da eine Streuung des bereitgestellten Kapitals auf mehrere Unternehmen und Branchen unterbleibt und eine qualifizierte strategische Management-Beratung unter Umständen von ihnen direkt zu leisten ist.²⁷

Bei der indirekten Beteiligung bezieht sich das Indirekte auf eine zwischengeschaltete Venture Capital-Gesellschaft. Venture Capital-Anbieter stellen dieser Instanz, "die sich durch (...) persönliche und fachliche Kompetenz ausweist"²⁸, ihr Kapital zur Anlage in innovativen jungen, kleinen und mittleren Unternehmen zur Verfügung. In dieser alternativen Erscheinungsform stehen sich projekt- und fondsorientierte Ansätze gegenüber.

Projektorientierte Beteiligungen zeichnen sich dadurch aus, daß -organisiert über Abschreibungs-, Unternehmensberatungs- oder Maklergesellschaften- für jedes Projekt ein spezielles Finanzierungskonzept erstellt und unter hohem Risiko nur in dieses Projekt

27 Aufgrund der oftmals von diesen Venture Capital-Anbietern gewünschten Anonymität sind nähere Informationen über den Erfolg dieser Erscheinungsform nicht verfügbar. Vgl. Nathusius, Klaus (1985): "Das Venture Capital - Eine Variante der Unternehmensfinanzierung", in: Wossidlo, Peter R. (Hrsg.): Die Finanzierung mittelständischer Unternehmungen in Deutschland, Berlin, S. 355.

28 Nathusius, Klaus (1983), S. 100.

investiert wird. Auf den bisher entwickelten Venture Capital-Märkten haben sich allerdings die fondsorientierten Ansätze durchgesetzt, die ein ausgewogenes, risikodiversifiziertes Portfolio verschiedener zukunftssträchtiger Unternehmen bei einer qualifizierten strategischen Management-Beratung anstreben.²⁹

Eine Variante der fondsorientierten Beteiligungen sind erwerbswirtschaftliche Venture Capital-Fonds, deren ausschließliches Motiv in der Erwirtschaftung einer hohen Beteiligungsrendite liegt und die von Privatpersonen, Banken, Versicherungen und/oder Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft refinanziert werden.³⁰

Ein anderes Motiv unterliegt dem Venture Management. Hierbei handelt es sich um ein ausschließlich von Großunternehmen angewandtes Instrument der innovativen Unternehmensentwicklung durch Wachstums- und Diversifikationsstrategien. Grundgedanke des Venture Managements ist, über die Gründung von Teileinheiten und/oder dem Aufbau neuer selbständiger Unternehmen eigene organisations-/unternehmensgrößenbedingte Innovations- und Wachstumshemmnisse abzubauen. Neben der Aussicht auf eine Wertsteigerung der Beteiligungsquote am jungen Unternehmen ist es vor allem das Motiv des "window on technology", das dieser Fondsvariante zugrunde liegt. Dieses "Technologiefenster" ermöglicht es Großunternehmen, bereits früh auf neue

29 Vgl. Schmidtke, Axel (1985): "Praxis des Venture Capital-Geschäftes", Landsberg am Lech, S. 111.

30 Vgl. Räbel, Dieter (1986, Diss.), S. 140.

Markttrends zu reagieren und Synergiepotentiale zu nutzen.³¹

Eine andere nicht-finanzielle Zielsetzung besitzen Venture Capital-Fonds mit Beteiligung der öffentlichen Hand. Ihr Anliegen ist die Initiierung/Förderung volkswirtschaftlich, insbesondere strukturpolitisch wünschenswerter Projekte. In diese Rubrik können auch die zahlreichen öffentlichen Förderprogramme auf regionaler Ebene wie Bundesebene eingeordnet werden.

Aus der Vielzahl der Erscheinungsformen der Venture Capital-Finanzierung ergibt sich für das erste Anliegen dieser Arbeit, anhand einer Beschreibung der (Schlüssel)Rolle, die der Venture-Finanzierung auch in ausgewählten Theorien für mehr Wachstum und damit für mehr wirtschaftliche Prosperität zugesprochen werden kann, erneut -aber wirtschaftstheoretisch- auf die gesamtwirtschaftlichen Vorzüge einer intensiveren Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" hinzuweisen, ein Eingrenzungsbedarf. Aus diesem Grunde ist im folgenden der Begriff "Venture Capital" oder "Venture-Finanzierung" identisch mit der fondsorientierten indirekten Beteiligung einer Venture Capital-Gesellschaft an einem innovativen Unternehmen - unabhängig von der dabei vorliegenden Motivation.

31 Vgl. Dietz, Jobst-W. (1984): "Venture Management", Institut für betriebswirtschaftliche Produktions- und Investitionsforschung der Georg-August-Universität Göttingen, Arbeitsbericht 1/84, S. 5 f.

2. FINANZIERUNG VON INVESTITIONEN/INNOVATIONEN IN AUSGEWÄHLTEN WIRTSCHAFTSTHEORIEN

Das Ziel, an ausgewählten Wirtschaftstheorien die der Venture-Finanzierung zukommende Schlüsselfunktion für ein Mehr an innovationsgetragendem Wachstum und damit für mehr wirtschaftliche Prosperität zu beschreiben, erfordert ein detailliertes Vorgehen. Aus diesem Grunde ist die Vorstellung der jeweiligen Finanzierungsaussagen bewußt breiter angelegt.

2.1 Finanzierung in Joseph Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung"

Mit der 1911 erstmals veröffentlichten "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" beabsichtigte Schumpeter, ein in sich logisch geschlossenes Modell vom Prozeß der wirtschaftlichen Entwicklung einer kapitalistischen Ökonomie in der Zeit zu konstruieren.³² Seine Wirtschaftstheorie, für die er aufgrund fehlender mathematischer Methoden kein formales Modell formulierte, ist ex origine eine dynamische, inhaltlich begründete Theorie, die den Wandel und seine Ursachen in das Zentrum der Überlegungen

32 Vgl. Schumpeter, Joseph (1964): "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung - Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus", Berlin, 6. Aufl., S. XIII f und XXII.

rückt.³³ Wesentlich ist dabei Schumpeters Betrachtung der Ökonomie aus der Perspektive des Unternehmers und seine strikte Trennung zwischen "statischer" und "dynamischer" Wirtschaft.³⁴

33 Vgl. Bös, Dieter/Stolper, Hans-Dieter (Hrsg., 1984): "Schumpeter oder Keynes? - Zur Wirtschaftspolitik der neunziger Jahre", Berlin, u.a., S. VI.

34 Diesbezüglich nicht unwesentliche Anregungen erhielt Schumpeter durch Karl Marx (Siehe aus seinem Vorwort zur japanischen Ausgabe der "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung", a.a.O., S. XXII-XXVI.) und durch die amerikanische Wirtschaftstheorie, u.a. von J.B. Clark. In seinem 1910 erschienenen Aufsatz: "Die neuere Wirtschaftstheorie in den Vereinigten Staaten" (in: Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, 34. Jg., S. 913-963) schreibt er: "Zunächst ist die Tendenz bemerkenswert, den Unternehmer in den Mittelpunkt des theoretischen Bildes der Wirklichkeit zu rücken und den Wirtschaftsprozeß von seinem Gesichtswinkel aus zu betrachten. (...) Für [Clarks] Theorie ist die Unterscheidung von Statik und Dynamik wesentlich. (...) Die statische Wirtschaft geht ihren gewohnten Weg gleichsam von selbst, in der dynamischen allein ist Raum für leitende Persönlichkeiten." (ebd., S. 956 f); vgl. zusätzlich Schumpeter, Joseph (1964), S. 86. Erwähnenswert ist auch, daß sich die zentralen Gedanken der "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" bereits in einem ebenfalls 1910 veröffentlichten Artikel Schumpeters finden: (1910a) "Über das Wesen der Wirtschaftskrisen", in: Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, Bd. 19, S. 271-325, insbesondere S. 284 f.

2.1.1 Schumpeters Definition von wirtschaftlicher Entwicklung, Innovation und Unternehmer

Ausgangspunkt der Analyse des Phänomens der wirtschaftlichen Entwicklung ist für Schumpeter die Theorie des Wirtschaftsprozesses in einer "statischen" Ökonomie.³⁵ Datenänderungen, zum Beispiel ein Bevölkerungszuwachs verbunden mit einer entsprechend höheren Kapitalakkumulation oder eine Änderung der Konsumgewohnheiten, sind Schumpeter folgend in einer derartigen Volkswirtschaft nicht ausgeschlossen, doch reagiert diese auf solche statischen Datenvariationen mit einer mechanischen Anpassung, die mit den Methoden der traditionellen Wirtschaft erfolgt und sich als Adaptation in infinitesimalen Etappen darstellt. Die Produktion in einer derartigen Ökonomie, in der das Geld lediglich die aus der Arbeitsteilung notwendig werdenden Tauschakte erfüllt und Kreditgeschäfte (im noch zu definierenden Schumpeterschen Sinne) nicht vorkommen, verläuft stets in denselben Bahnen, das Produkt der vorausgegangenen Wirtschaftsperiode wird in der laufenden vollständig konsumiert und reproduziert. Dieser reproduktive Kreislauf kennt nur Arbeiter und Grundbesitzer, die ihr Einkommen vollständig konsumtiv verwenden.³⁶ Dieses Wirtschaftsleben enthält nichts,

35 Vgl. Schneider, Erich (1970): "Joseph A. Schumpeter - Leben und Werk eines großen Sozialökonomen", Tübingen, S. 28.

36 Vgl. Wagner, Valentin Fritz (1966): "Geschichte der Kredittheorien - Eine dogmenkritische Darstellung", Neudruck der Ausgabe Wien 1937, Aalen, S. 232.

"was auf die Möglichkeit einer Entwicklung aus sich selbst heraus hindeuten würde. [Es] ist beherrscht von gewissen Notwendigkeiten und bleibt so lange sich selber gleich, als diese Notwendigkeiten sich nicht verändern. (...) Stets gleiches wirtschaftliches Handeln zu größtmöglicher Bedürfnisbefriedigung auf Grund gegebener Verhältnisse. (...) Deshalb sprechen wir von einer ruhenden, passiven, von den Umständen bedingten, stationären, von einer statischen Wirtschaft."³⁷

Vor dem Hintergrund dieser sich kontinuierlich weiterentwickelnden, "statischen", einem volkswirtschaftlichen Gleichgewichtszustand zustrebenden Ökonomie hebt sich Schumpeters "dynamischer" Entwicklungsbegriff deutlich ab. Nicht kontinuierliche Veränderungen, sondern spontane und diskontinuierliche, die sich durch die Wirtschaftstheorie nicht erklären lassen³⁸, prägen Schumpeters Vorstellung von wirtschaftlicher Entwicklung.

"Entwicklung in unserem Sinn (...) ist eine besondere praktisch und gedanklich unterscheidbare Erscheinung, die nicht vorkommt unter den Erscheinungen des Kreislaufs oder der Gleichgewichtstendenz, sondern nur wie

37 Schumpeter, Joseph (1964), S. 75.

38 "According to Schumpeter, traditional theory (Walrasian or Marshallian) is useful to explain the process of a stationary economy or of an economy in steady-state growth. The theory is not suited to describe an economy in which innovations occur and which is undergoing a process of development." in: Sylos-Labini, Paolo (1984): "The Forces of Economic Growth and Decline", Cambridge (Massachusetts), London, S. 56 f.

eine äußere Macht in sie hineinwirkt. Sie ist die Veränderung der Bahn, in welcher sich der Kreislauf erfüllt, im Gegensatz zur Kreislaufbewegung, die Verschiebung des Gleichgewichtszustands im Gegensatz zum Vorgang der Bewegung nach einem Gleichgewichtszustand. Aber nicht jede solche Veränderung oder Verschiebung, sondern nur (...) erstens spontan der Wirtschaft entspringende und zweitens diskontinuierliche. Und unsere Entwicklungstheorie ist (...) eine besondere auf diese Erscheinung und ihre Folgeerscheinungen und ihre Probleme abgestellte Betrachtungsweise, eine Theorie der so abgegrenzten Veränderungen der Bahn des Kreislaufs, eine Theorie des Übergangs der Volkswirtschaft von dem jeweils gegebenen Gravitationszentrum zu einem anderen ("Dynamik") im Gegensatz zur Theorie des Kreislaufs selbst, zur Theorie der steten Anpassung der Wirtschaft an wechselnde Gleichgewichtszentren und ipso facto auch der Wirkungen dieses Wechsels ("Statik").³⁹

Unter spontanen und diskontinuierlichen Veränderungen versteht Schumpeter folglich ruckartige Andersverwendungen von Ressourcen, einen plötzlichen Wechsel der Wirtschaftsmethoden.⁴⁰ Diesen Prozeß der Neuallokation von Dingen und Kräften im industriellen wie kommerziellen Bereich definiert Schumpeter mit "Durchsetzung neuer Kombinationen" oder -in späteren Veröffentlichungen- mit "Innovation".

39 Schumpeter, Joseph (1964), S. 98 f.

40 Siehe Hofmann, Werner (1979): "Theorie der Wirtschaftsentwicklung - Vom Merkantilismus bis zur Gegenwart", Berlin, 3. Aufl., S. 103.

Dieser Innovationsbegriff umfaßt fünf Fälle:

1. "Herstellung eines neuen, d.h. dem Konsumentenkreise noch nicht vertrauten Gutes oder einer neuen Qualität eines Gutes.
2. Einführung einer neuen, d.h. dem betreffenden Industriezweig noch nicht praktisch bekannten Produktionsmethode, die keineswegs auf einer wissenschaftlich neuen Entdeckung zu beruhen braucht und auch in einer neuartigen Weise bestehen kann, mit einer Ware kommerziell zu verfahren.
3. Erschließung eines neuen Absatzmarktes, d.h. eines Marktes, auf dem der betreffende Industriezweig des betreffenden Landes bisher noch nicht eingeführt war, mag dieser Markt schon vorher existiert haben oder nicht.
4. Eroberung einer neuen Bezugsquelle von Rohstoffen oder Halbfabrikaten, wiederum: gleichgültig, ob diese Bezugsquelle schon vorher existierte -und bloß sei es nicht beachtet wurde sei es für unzugänglich galt- oder ob sie erst geschaffen werden muß.
5. Durchführung einer Neuorganisation, wie Schaffung einer Monopolstellung (z.B. durch Vertrustung) oder Durchbrechen eines Monopols."⁴¹

Zu betonen ist, daß die Dynamik in Schumpeters Theorie von permanenten⁴² Durchsetzungen dieser genannten Andersverwendungen von Produktionsmitteln

41 Schumpeter, Joseph (1964), S. 100 f.

42 Siehe auch Schumpeter, Joseph (1980): "Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie", München, 5. Aufl., S. 136 : "Der Kapitalismus ist (...) von Natur aus eine Form oder Methode der ökonomischen Veränderung und ist nicht nur nie stationär, sondern kann es auch nie sein."

ausgeht, die die Volkswirtschaft in Richtung eines qualitativ immer höheren Gravitationszentrums treiben. Träger dieser fortwährenden "schöpferischen Zerstörung" ist in der von Schumpeter zugrunde gelegten kapitalistischen Wirtschaft der Unternehmer. In seiner Definition von "Unternehmer" konzentriert sich Schumpeter nicht auf das den Personenkreis einengende Kriterium der privatwirtschaftlichen Selbständigkeit, vielmehr steht für ihn die Erfüllung der für diesen Begriff konstitutiven Funktion des "Unternehmens" im Sinne von erstmaligem Durchsetzen einer neuen Kombination im Vordergrund. Indem Schumpeter auf die Tätigkeit als das Maßgebliche abstellt, betont er zugleich den temporären Charakter des Unternehmenseins:

"(...) jemand [ist] grundsätzlich nur dann Unternehmer, wenn er eine "neue Kombination durchsetzt" - weshalb er den Charakter verliert, wenn er die geschaffene Unternehmung dann kreislaufmäßig weiterbetreibt."⁴³

Damit ist das Unternehmensein kein Dauerzustand, kein Beruf.⁴⁴

43 Schumpeter, Joseph (1964), S. 116.

44 Eine in neun Punkten prägnante Beschreibung des dynamischen Unternehmers bei Schumpeter findet sich in: Albach, Horst (1984): "Die Rolle des Schumpeter-Unternehmers heute - Mit besonderer Berücksichtigung der Innovationsdynamik in der mittelständischen Industrie in Deutschland", in: Bös, Dieter/Stolper, Hans-Dieter (Hrsg.), Schumpeter oder Keynes? - Zur Wirtschaftspolitik der neunziger Jahre, Berlin, u.a., S. 127 f.

2.1.2 Kreditfinanzierung als besondere Aktion bei der Durchsetzung von Innovationen

Voraussetzung für jegliche Durchsetzung/Einfügung von neuen Kombinationen in den statischen Wirtschaftskreislauf ist die unternehmerische Verfügung über Produktionsmittel. Für deren Entzug aus dem statischen, kreislaufförmigen Wirtschaftsprozess bedarf der Unternehmer Schumpeter folgend der Kaufkraft, die er nur in Form eines Kredits erhalten kann. Diesem Kreditbedürfnis steht die Tatsache gegenüber, daß es in der statischen Ökonomie keine für Kreditgewährungen verfügbare Geldsummen gibt; das vorhandene Geld fließt vollständig in vorgegebenen Kanälen.

"[Dieser] Widerspruch zwischen der inneren Organisation des statischen Kreislaufs und den Forderungen der Entwicklung, die aus den gegebenen Bedingungen heraus nicht erfüllt werden können, veranlaßt nun Schumpeter zur Einführung des *zusätzlichen Kredits*. Dessen ökonomische Aufgabe ist es, die geforderte Andersverwendung der Produktionsmittel dadurch zu ermöglichen, daß er den Unternehmern jene Kaufkraft verschafft, welche dem Kreislauf selbst nicht entnommen werden kann. Mit ihrer Hilfe entreißen die Unternehmer den statischen Produzenten die benötigten Produktionsmittel."⁴⁵

45 Wagner, Valentin Fritz (1966), S. 233 - Hervorhebung nicht im Original; siehe hierzu auch: Schumpeter, Joseph (1964), S. 107: "Das [Abkommandieren der Produktionsmittel aus dem Kreislauf] geschieht durch den Geldkredit, vermittelt dessen wer neue Kombinationen durchsetzen will die Kreislaufproduzenten am Produktionsmittelmarkt überbietet und ihnen die von ihm benötigten Produktionsmittelmengen entreißt."

Indem in Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" der *zusätzliche*⁴⁶ Kredit die bewegende Kraft des dynamischen Prozesses ist⁴⁷, wird der Banker als "Innovationsfinanzier" neben dem Unternehmer, der "auf seinen Schulden zum Erfolg reite"⁴⁸, zur zweiten zentralen Figur, ohne die sich wirtschaftliche Entwicklung nicht realisieren läßt.

Die Aufgabe, das unternehmerische Kreditbedürfnis zu decken, erfüllt der Banker durch seine Fähigkeit, Kaufkraft aus dem Nichts zu schaffen. Er ist der Produzent dieser Ware "Kaufkraft"⁴⁹ und hierin liegt nach Schumpeter das Wesen des Kreditphänomens⁵⁰, dessen innersten Kern er wie folgt beschreibt:

"Kredit ist wesentlich Kaufkraftschaffung zum Zwecke ihrer Überlassung an den Unternehmer, (...) Die Kaufkraftschaffung charakterisiert prinzipiell die Methode, nach der sich die wirtschaftliche Entwicklung in der nichtgeschlossenen Volkswirtschaft durchsetzt. Durch den Kredit wird den Unternehmern der Zutritt zum volkswirtschaftlichen Güterstrom eröffnet, (...) Die Kreditgewährung in diesem Sinn wirkt wie ein Befehl an die Volkswirtschaft, sich den Zwecken des Unternehmers zu fügen, wie eine Anweisung auf die Güter, die er braucht,

46 Der Betriebs-/Konsumtivkreditbedarf des statischen Kreislaufs wird von Schumpeter explizit ignoriert. Siehe: Schumpeter, Joseph (1964), S. 151.

47 Vgl. Wagner, Valentin Fritz (1966), S. 231.

48 Schumpeter, Joseph (1964), S. 105.

49 Vgl. Schumpeter, Joseph (1964), S. 110.

50 Vgl. Schumpeter, Joseph (1964), S. 152.

wie ein Anvertrauen von Produktivkräften. Nur so könnte sich die wirtschaftliche Entwicklung durchsetzen, würde sie sich aus bloßem Kreislauf erheben. Und diese Funktion bildet den Grundstein des modernen Kreditgebäudes."⁵¹

Im Hinblick auf die aus der Perspektive Schumpeters noch vorzunehmende Beschreibung der der Venture-Finanzierung zukommenden (Schlüssel)Rolle für ein Mehr an innovationsgetragenen Wachstum und damit für mehr wirtschaftliche Prosperität, ist die Eigenschaft des Kredits als zusätzlicher Kredit, der ausschließlich der Innovationsfinanzierung dient, von besonderer Bedeutung.

2.1.3 Relevanz der Eigenfinanzierung in Schumpeters Theorie

Für die Beurteilung des Stellenwerts der Eigenfinanzierung bei Schumpeter ist seine definitionsmäßige Unterscheidung von "statischer" und "dynamischer" Wirtschaft entscheidend, erweisen sich diese Sphären doch als "finanzierungsdiametral". Grob formuliert ist die Eigenfinanzierung Bestandteil der Statik und die Fremdfinanzierung im Sinne von Finanzierung durch den zusätzlichen Kredit typisch für die Dynamik. Schumpeters Frage:

⁵¹ Schumpeter, Joseph (1964), S. 153.

"Woher kommen die Summen, die zum Ankauf der für die neuen Kombinationen nötigen Produktionsmittel gebraucht werden, wenn sie das betreffende Wirtschaftssubjekt nicht -grundsätzlich- zufällig schon hat?"⁵²

zeigt zwar, daß diese Polarisierung von ihm in seiner Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung nicht konsequent durchgehalten wird, doch haftet der Innovationsfinanzierung durch Eigenkapital stets etwas zufälliges an. Auch wenn er in der Dynamik die Besicherung des zusätzlichen Kredits durch Stellung von realen Sicherheiten/Vermögenswerten zuläßt⁵³, ja sogar darauf hinweist:

"(...) , daß solche Unternehmer [die größtenteils mit eigenem Kapital arbeiten] natürlich viel leichter Kredit erhalten als vermögenslose, (...)"⁵⁴,

so betont er doch immer wieder -und das bestätigt die tendenzielle Richtigkeit der Polarisierung-, daß dieses Vermögen, dieses Ersparte nur das Resultat früherer Entwicklung ist⁵⁵, mit anderen Worten: Ausfluß der Statik, in die er auch explizit die Selbstfinanzierung der Unternehmen mit einbezieht:

52 Schumpeter, Joseph (1964), S. 107.

53 Vgl. Schumpeter, Joseph (1964), S. 109 und S. 152.

54 Schumpeter, Joseph (1964), S. 303.

55 Vgl. Schumpeter, Joseph (1964), S. 107 und hierzu auch: Wagner, Valentin Fritz (1966), S. 233.

"Im Dienst gedanklicher Klarheit müssen wir (...) von der Selbstfinanzierung, die eine der bedeutsamsten Charakteristiken in erfolgreichem Gang befindlicher Entwicklungen ist, absehen."⁵⁶

Dieses Ausklammern von Vermögen und Selbstfinanzierung aus der Sphäre der dynamischen Wirtschaft, das sich auch in Schumpeters Übergehung eines funktionierenden Kapitalmarktes dokumentiert⁵⁷, führt im Endeffekt zu einer Überbetonung der Fremdfinanzierung mittels zusätzlichem Kredit. Unabhängig von der Person des Unternehmers, der Größe und dem Alter der Unternehmung, der Vermögensverhältnisse oder anderer Bonitätskriterien ist dieser zusätzliche Kredit, der den Finanzierungsbedarf durchaus auch vollständig decken kann⁵⁸, grundsätzlich für jeden Unternehmer allein aufgrund der Qualität seiner Innovation verfügbar. Diese Verdrängung der Eigenfinanzierung in die sekundäre, statische Sphäre durch Schumpeter begründet die erhebliche Entfernung seiner Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung zur Realität, bemerkens-

56 Schumpeter, Joseph (1964), S. 108.

57 Vgl. Swoboda, Peter (1984): "Schumpeter's Entrepreneur in Modern Economic Theory", in: Seidl, Christian (Ed.): Lectures on Schumpeterian Economics - Schumpeter Centenary Memorial Lectures Graz 1983, Berlin, u.a., S. 19.

58 Siehe auch: Tichy, Gunther (1984): "Schumpeter's Monetary Theory - An Unjustly Neglected Part of his Work", in: Seidl, Christian (Ed.): Lectures on Schumpeterian Economics - Schumpeter Centenary Memorial Lectures Graz 1983, Berlin, u.a., S. 133: "Additional bank credit is, according to Schumpeter, the primary and in most cases the only source of finance for innovations."

werterweise auch zur wirtschaftlichen Realität seiner Zeit:

"In the case of the role of credit in innovation Schumpeter was thus describing something which did not happen in Austria in the way he described it and possibly never happend anywhere in this way."⁵⁹

2.1.4 Zur Rolle der Venture-Finanzierung

Wirtschaftliche Entwicklung ist das Ergebnis unternehmerischer Umsetzung von Innovationen, ermöglicht durch von Banken zusätzlich geschaffenes Innovationskreditkapital. Diese resümierende zentrale Entwicklungs-/Finanzierungsaussage Schumpeters impliziert dreierlei:

1. Banken schaffen *zusätzlichen* Kredit; Unternehmen können dem statischen Kreislauf keine Kaufkraft entnehmen, so daß -auch bei Berücksichtigung eigener (aber für das Innovationsvorhaben nicht ausreichender) Mittel- Banken durch ihre Kaufkraftschaffung/Kreditvergabe eine Finanzierungslücke schließen.
2. Banken sind Risikopartner; Unternehmen können sich bei ihnen bis zu 100 % refinanzieren, Kreditvergabekriterium ist dann allein die Qualität der Innovation.

⁵⁹ Streissler, Erich (1982): "Schumpeter's Vienna and the Role of Credit in Innovation", in: Frisch, Helmut (Ed.): Schumpeterian Economics, New York, S. 80.

3. Banken finanzieren ausschließlich Innovationen; damit ermöglichen sie einen raschen Wechsel der Produktionsmethoden - wirtschaftliche Entwicklung durch forcierten Strukturwandel.

Das Ziel, die der Venture-Finanzierung zukommende Schlüsselfunktion für ein Mehr an innovationsgetragenen Wachstum an Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" zu beschreiben, setzt eine Zurücknahme der Überbetonung der Finanzierbarkeit von Innovationen durch zusätzlichen Kredit voraus. Werden Kreditrisiken auf Seiten der Schuldner wie Gläubiger stärker in die Investitions-/Finanzierungsentscheidungen einbezogen und werden neben der Qualität der Innovation Unternehmensgröße und Eigenmittelausstattung zu gleichgewichtigen Kriterien bei der Kreditvergabe, wird diese Modifikation bereits den Zugang der Unternehmen zu den von ihnen benötigten Finanzierungsmitteln erschweren. Unter diesen Annahmen ist zu vermuten, daß auch in Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" die Dynamik erst ermöglichenden Banken den mit schwer abwägbaren Entwicklungsrisiken verbundenen Finanzierungswünschen junger und kleinerer technologieorientierter Unternehmen stark zurückhaltend gegenüberstehen werden. Und entsprechend Schumpeters Hinweis, daß vermögende Unternehmer natürlich viel leichter Kredit erhalten als vermögenslose (siehe Schumpeter-Zitat auf S. 39), kann eine Bevorzugung der bereits etablierten, kapital- und renditestarken Unternehmen des innovativen Mittelstands gegenüber jungen und kleineren Unternehmen angenommen werden, die die Bonitätskriterien der

Banken dann nicht länger erfüllen (können) - zu Lasten von mehr wirtschaftlicher Entwicklung.

Die per Annahme in Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" für junge und kleinere Unternehmen entstandene Lücke im Angebot an innovationsrealisierenden Finanzierungsmitteln, läßt sich an den drei Implikationen seiner zentralen Finanzierungsaussage verdeutlichen:

1. Banken schaffen zwar weiterhin *zusätzlichen* Kredit, vergeben diesen aber nicht länger an jeden Unternehmer.
2. Banken sind auch weiter Risikopartner, aber vornehmlich für etablierte größere Unternehmen.
3. Banken finanzieren unverändert Innovationen, aber zunehmend ausgewählte.

Damit wurde in Schumpeters Theorie für innovative junge und kleinere Unternehmen eine Lage geschaffen, die ihrer Situation in der Realität sehr ähnlich ist. Sind sie in Schumpeters Dynamik aus dem Kreis der Empfänger von "zusätzlichem Kredit" ausgeschlossen, leiden sie in der Realität unter einem Mangel an stark risikobereitem Beteiligungskapital. Sollen in Schumpeters Theorie wie realiter innovative kleinere Unternehmen nicht auf Dauer vom Wirtschaftsprozeß ferngehalten werden, gilt es für diese eine Finanzierungsalternative zu schaffen, die in ihrer Wirkung dem Schumpeterschen "zusätzlichen Kredit" äquivalent ist.

"If we understand the role in the stimulation of innovation which Schumpeter assigned to bank credit correctly in the context of his time, he put forward an economic idea of lasting significance, which before him had not made the pages of mainstream theorizing. (...) *What he said in fact was that innovation was much increased if there existed institutions of risk-sharing between the innovator and society.* Such risk-sharing institutions need not take the form of debt instruments. (...) They can take still other forms. What is important is the accessibility of risk-sharing arrangements for the average innovator. Also important is the unbureaucratic nature of the administration of these risk-sharing arrangements by institutions close to business problems and close to business ways of thought."⁶⁰

Indem Venture Capital nicht nur risikotragendes partnerschaftliches Beteiligungskapital ist, sondern zudem durch unbürokratisch arbeitende, marktnahe Venture Capital-Gesellschaften insbesondere an innovative junge, kleine und mittlere Unternehmen vergeben wird, erweist es sich -bei bewußtem Abstrahieren von Schumpeters Definition von Statik (Eigen-) und Dynamik (Fremdfinanzierung)- als das moderne idealtypische Äquivalent zum "historischen" zusätzlichen Kredit Schumpeterscher Provenienz. Es sind die funktionalen Gemeinsamkeiten von "zusätzlichem Kredit" und Venture Capital -beide Kaufkraftquellen wirken

60 Streissler, Erich (1982), S. 81 - Hervorhebungen nicht im Original.

aufgrund ihrer professionellen⁶¹ Existenz bereits innovationsstimulierend, schließen eine Finanzierungsangebotslücke und fördern den ökonomischen Strukturwandel- die bei erneut bewußtem Abstrahieren von Schumpeters Unterscheidung von Statik und Dynamik eine intensive Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" für Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" wie für die Realität stringent begründen.

Indem Venture Capital in Schumpeters Theorie innovative kleinere, "zusätzlichen Kredit" nicht erhaltende Unternehmen in die Lage versetzen würde, ihre Innovationsvorhaben zu realisieren, spiegelt sich die der Venture-Finanzierung zukommende (Schlüssel)Rolle, durch eine effizientere Ausnutzung des in jungen und kleineren Unternehmen liegenden Innovationspotentials die wirtschaftliche Entwicklung zu forcieren, auch in seiner Theorie wider.

61 Im Falle der professionellen Geschäftsführung der Venture Capital-Gesellschaften wäre es denkbar, daß für diesen heutigen Personenkreis das Unternehmensein sogar seinen temporären Charakter (siehe S. 21) verliert. Vgl. hierzu: Janeway, William H. (1986): "Doing Capitalism: Notes on the Practice of Venture Capitalism", in: Journal of Economic Issues, Vol. XX, No. 2 (June), S. 431-441, insbesondere S. 435.

2.2 Finanzierung autonomer Investitionen bei John Maynard Keynes

Wichtige Literaturquellen für die Darstellung der Investitions-/Finanzierungsaussagen von John Maynard Keynes sind -für die Investition- sein 1936 veröffentlichtes Hauptwerk: "The General Theory of Employment, Interest and Money"⁶² und -für die Finanzierung- der wenig später im Juni 1937 im Economic Journal erschienene Aufsatz: "Alternative Theories of the Rate of Interest"⁶³, in dem Keynes nachträglich und als Ergänzung zur General Theory das 'finance motive' der Geldnachfrage einführte.⁶⁴ Keynes, der sich vornehmlich für die kurzfristige Wirtschaftsentwicklung interessierte, besaß, obwohl in der Tradition von Alfred Marshall stehend, starke Berührungspunkte zu Unterkonsumtions-Theoretikern.⁶⁵ Dies erklärt die überragende Bedeutung der effektiven Nachfrage als Determinante für Beschäftigung, Produktion

62 Keynes, John Maynard (1936,1973): "The General Theory of Employment, Interest and Money". The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. VII, London and Basingstoke, Macmillan.

63 Keynes, John Maynard (1937a,1973): "Alternative Theories of the Rate of Interest". The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 201-215.

64 Vgl. Vicarelli, Fausto (1984): "Keynes - The Instability of Capitalism", Philadelphia, S. 169.

65 Hinsichtlich der Berührungspunkte zu Unterkonsumtions-Theoretikern vgl. Krelle, Wilhelm (1984): "Keynes und Schumpeter: Unterschiedliche Ansätze", in: Bös, Dieter/Stolper, Hans-Dieter (Hrsg.): Schumpeter oder Keynes? Zur Wirtschaftspolitik der neunziger Jahre, Berlin, u.a., S. 72.

und Volkseinkommen in seiner Theorie und begründet zugleich sein starkes Interesse an den von Investitionen hervorgerufenen Nachfrageeffekten (Investitionsmultiplikator). Für Keynes sind, im Unterschied zu den stabilen, einkommensabhängigen Konsumausgaben⁶⁶, die in der Höhe instabilen, da zins- und erwartungsabhängigen Investitionsausgaben von besonderem Interesse: sie bilden in seiner Theorie die für wirtschaftliche Prosperität entscheidende Komponente der effektiven Nachfrage.

2.2.1 Autonome Investitionen als 'causa causans' in Keynes' Theorie

In Keynes' Theorie ist die Höhe der Produktion das Ergebnis von Ausgabenentscheidungen. Diese Ausgabenentscheidungen müssen ein Niveau erreichen, auf dem es den produzierenden Unternehmen möglich ist, nicht nur kostendeckend, sondern insbesondere profitabel zu

66 Auf der Grundlage des von ihm postulierten fundamentalen psychologischen Gesetzes verknüpft Keynes die Summe der Konsumausgaben mit dem Einkommensniveau. Demzufolge nehmen diese Ausgaben mit steigendem Einkommen zwar absolut zu, relativ aber ab. "The fundamental psychological law, (...), is that men are disposed, as a rule and on the average, to increase their consumption as their income increases, but not by as much as the increase in their income. That is to say, if C_w is the amount of consumption and Y_w is income (both measured in wage-units) ΔC_w has the same sign as ΔY_w but is smaller in amount, i.e. dC_w/dY_w is positive and less than unity.", Keynes, J.M. (1936,1973), S. 96.

arbeiten.⁶⁷ Die Entscheidungssituation von investitionsinteressierten Unternehmen ist daher in Keynes' Theorie geprägt durch an diese Ausgabenentscheidungen gebundene Erwartungen und Unsicherheit⁶⁸ : Wird die effektive Nachfrage eine Produktion mit mindestens durchschnittlicher Rendite zulassen? Diese unkalkulierbare Unsicherheit, ob Investitions-/Erlöserwartungen bestätigt werden oder nicht, ist in seiner Theorie ein für die Investitionshöhe wesentliches Moment.

Keynes zufolge reagieren die Unternehmer auf den Zwang, trotz dieser unkalkulierbaren Unsicherheit Entscheidungen treffen zu müssen, mit der Entwicklung von vor allem drei Entscheidungstechniken, die -da allgemein anerkannt und praktiziert- das Zustandekommen von langfristigen und relativ stabilen Erwartungen als Orientierungshilfe für den einzelnen Unternehmer ermöglichen.

67 Vgl. Kaldor, Nicholas (1983): "Limitations of the 'General Theory'". Keynes Lecture in Economics. From the Proceedings of the British Academy, London, Vol. LXVIII (1982), Oxford, S. 2 und ders. (1983a): "Keynesian Economics after Fifty Years", in: Worswick, D./Trevithick, J. (Ed.): Keynes and the Modern World - Proceedings of the Keynes Centenary Conference, King's College (Cambridge), Cambridge, u.a., S. 8.

68 In Anlehnung an Frank H. Knight (1921): Risk, Uncertainty and Profit, Boston, differenziert Keynes zwischen dem (Entscheidungs)Risiko, das mit einer Wahrscheinlichkeit(sverteilung) ausgestattet ist, und der (Erwartungs)Unsicherheit, die sich nicht quantifizieren läßt.

1. "We assume that the present is a much more serviceable guide to the future than a candid examination of past experience would show it to have been hitherto. In other words we largely ignore the prospect of future changes about the actual character of which we know nothing.
2. We assume that the *existing* state of opinion as expressed in prices and the character of existing output is based on a *correct* summing up of future prospects, so that we can accept it as such unless and until something new and relevant comes into the picture.
3. Knowing that our own individual judgment is worthless, we endeavour to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavour to conform with the behaviour of the majority or the average. The psychology of a society of individuals each of whom is endeavouring to copy the others leads to what we may strictly term a *conventional* judgment."⁶⁹

In dieser "Theorie" der Erwartungsbildung sind plötzliche und starke Verhaltensänderungen selbstverständlich nicht ausgeschlossen.⁷⁰ Doch solange die gebildeten Konventionen Gültigkeit besitzen, verläuft die wirtschaftliche Entwicklung kontinuierlich und stabil.

69 Keynes, John Maynard (1937, 1973): "The General Theory of Employment". The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 114.

70 Keynes, J.M. (1937,1973), S. 114: "The practice of calmness and immobility, of certainty and security, suddenly breaks down."

"Nevertheless the above conventional method of calculation will be compatible with a considerable measure of continuity and stability in our affairs, so long as we can rely on the maintenance of the convention."⁷¹

In der Investitionskalkulation stehen den mit Unsicherheit behafteten Erlöserwartungen (Einnahmen) anfallende Finanzierungskosten (Ausgaben) gegenüber. In Keynes' Theorie ist der Besitz von Geld identisch mit verfügbarer Liquidität und der Wunsch, Geld zu horten, ist zu interpretieren als "a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future."⁷² Entsprechend ist

71 Keynes, J.M. (1936,1973), S. 152. Keynes sieht die langfristigen Erwartungen damit als relativ konstant an; sie verändern sich nur durch das, was sich kurzfristig und unerwartet in der Gegenwart ereignet. "This is Keynes's complete dynamic model where current disappointment may affect the state of general expectations and thus the independent expectational functions are free to shift over time;..." Kregel, J.A. (1976): Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians, in: The Economic Journal, Vol. 86 (June), S. 215.

72 Keynes, J.M. (1937, 1973), S. 116. Das Horten von Geld als Zuflucht in Zeiten größerer Unsicherheit erreicht Keynes allerdings nur, indem er lediglich drei Möglichkeiten der Anlage vorsieht: den Kauf von Kapitalgütern oder von Wertpapieren (einheitlichen 'consols') sowie die Geldhaltung. Diese Dreistufigkeit bedeutet aber eine Abkehr von der Vielfältigkeit der Vermögensanlagen hinsichtlich Liquidität und Risiko in der Realität, die letztlich die Definition von Geld offenläßt. Bei Berücksichtigung von Inflation wäre dem Vorteil der Kassenhaltung, Anlageoptionen offenzuhalten, der Nachteil des Kaufkraftverlustes gegenüberzustellen, so daß sogar eine Umkehr der Fluchtrichtung, nämlich in Sachwerte, denkbar ist.

die Aufgabe (Investition) von Geld abhängig von dem Vertrauen in die herrschenden Konventionen. Dieses Vertrauen, das Keynes mit propensity to hoard bzw. mit state of liquidity preference bezeichnet, beeinflusst die Höhe des Zinssatzes, der für die Aufgabe von Geld geboten werden muß. In Keynes Liquiditäts-Präferenz- oder Zinstheorie:

"The rate of interest obviously measures (...) the premium which has to be offered to induce people to hold their wealth in some form other than hoarded money."⁷³

Neben den Erlöserwartungen bestimmt somit der Zins, der als Prämie für den Verzicht auf Liquidität zu zahlen ist, das gesamtwirtschaftliche Investitionsvolumen. Dennoch läßt sich aus der Berücksichtigung des Zinses im Rentabilitätskalkül der Unternehmer -und das ist ein wichtiger, die Autonomie der Investitionen unterstreichender Punkt- bei Keynes keine die Investitionshöhe bestimmende Investitionsfunktion ableiten. Zwar besteht ein Zusammenhang zwischen Zins und Investitionstätigkeit, doch -bedingt durch die in den Erlösen liegende Unsicherheit und den daraus resultierenden permanenten Stimmungswechsel hinsichtlich der Rentabilität von Investitionen- ist diese Funktion nicht "faßbar" und bietet damit keine sichere Entscheidungsgrundlage für investitionsinteressierte Unternehmen. Neben den jeweiligen Erwartungen bestimmen Keynes folgend vielmehr die

73 Keynes, J.M. (1937,1973), S. 116.

"animal spirits"⁷⁴ der Unternehmer das aktuelle Investitionsvolumen. Aus diesem Grunde ist es:

"... not surprising that the volume of investment, thus determined, should fluctuate widely from time to time."⁷⁵

Die Schlüsselrolle der Investitionen für wirtschaftliche Prosperität prägt auch Keynes' Resümee seiner Theorie, wenn er sagt:

"..., given the psychology of the public, the level of output and employment as a whole depends on the amount of investment. I put it in this way, not because this is the only factor on which aggregate output depends, but because it is usual in a complex system to regard as the *causa causans* that factor which is most prone to sudden and wide fluctuation. (...) This that I offer is, therefore, a theory of why output and employment are so liable to fluctuation."⁷⁶

74 Vgl. Keynes, J.M. (1936,1973), S. 161.

75 Keynes, J.M. (1937,1973), S. 118.

76 Keynes, J.M. (1937,1973), S. 121. Dieses Zitat verdeutlicht zugleich Keynes Intention, eine Theorie zu liefern, nach der Vollbeschäftigung und Vollauslastung der Kapazitäten nicht als Normalfall einer Ökonomie anzusehen sind. Daß eine sich überwiegend ungleichgewichtig entwickelnde Ökonomie dennoch nicht vollständig kollabiert, ist nach Keynes auf die sich ständig neu bildenden Konventionen zurückzuführen. "(...) it is an outstanding characteristic of the economic system in which we live that, whilst it is subject to severe fluctuations in respect of output and employment, it is not violently unstable." Keynes, J.M. (1936,1973), S. 249.

Indem von ihm die Investitionen zum *causa causans* erklärt werden, distanziert sich Keynes zugleich von der seinerzeit in England dominierenden Neoklassik, derzufolge das Sparvolumen diese Position einnimmt. In ihr bezwecken die von den wirtschaftlichen Akteuren aus einem als gegeben angenommenen Gesamteinkommen freiwillig aufgebrauchten Spargelder⁷⁷ die Durchführung von Investitionen, die den bestehenden Produktionsapparat verbessern (Erhöhung der Produktivität) oder erweitern. Die Spargelder fließen den Unternehmen über Banken als Kredite zu.⁷⁸ Die Kreditnachfrage und das Ersparnisangebot auszugleichen, das ist nach neoklassischem Verständnis die regulierende Aufgabe des Zinses.⁷⁹ Investitionen werden dann solange realisiert, bis das Grenzprodukt des Kapitals dem Realzinssatz entspricht. Eine erhöhte Sparsumme vergrößert das Kreditangebot. Im Zuge der sich hieraus ergebenden Zinssenkung kommt es zum Anstieg des Investitionsvolumens. Somit erhalten in der Neoklassik die Sparleistungen als unabdingbare Voraussetzung

77 Das Sparen ist als Vorsorge für den Konsum zu verstehen; Enthaltung von gegenwärtigem Konsum zugunsten eines höheren Konsums in der Zukunft.

78 Für die Auffassung, daß die Spar-/Kreditgelder -von den Banken lediglich gesammelt und weitergeleitet- nur ein technisches Hilfsmittel für die Durchführung von Investitionen sind, Geld/Kredit also neutral wirkt, wurde von V.F. Wagner die Bezeichnung "Indifferenztheorie des Kredits" geprägt. Vgl. Wagner, Valentin Fritz (1966), S. 17 ff.

79 Vgl. Peters, Hans (1960): Die unterschiedlichen Auffassungen von der Wirkung des Sparens und die moderne Wachstumstheorie - Versuch einer Synthese, Berlin, S. 27. Vgl. demgegenüber die Keynesische Abhängigkeit des Zinses von der Liquiditätspräferenz.

des wirtschaftlichen Wachstums eine positive Beurteilung, wohingegen Keynes die negative Seite des Sparens herausstellt, nämlich den Ausfall an effektiver Nachfrage. Ihm zufolge ist es nicht garantiert, daß Ersparnisse automatisch Investitionen dienen. Den Gegensatz zwischen Keynes und der Neoklassik hinsichtlich der Bedeutung des Sparens formuliert -mit einiger Überspitzung- Erich Preiser:

"Ob eine Investition immer die notwendige Ersparnis vorfindet, ist die große Frage der traditionellen Theorie; für Keynes existiert sie nicht. Daß Ersparnisse immer die gewünschte Anlage finden, ist für die traditionelle Lehre selbstverständlich; für Keynes ist gerade das problematisch."⁸⁰

Steuert in der Neoklassik der Sparer den Wachstums-/Wirtschaftsprozess⁸¹ und verbleibt dem Unternehmer lediglich eine "vikarische" Funktion⁸², so wird diese neoklassische Konsumentensouveränität bei Keynes durch die Investorensouveränität abgelöst.

80 Preiser, Erich (1970): Bildung und Verteilung des Volkseinkommens - Gesammelte Aufsätze zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Göttingen, 4. Aufl., S. 14.

81 Vgl. Bombach, Gottfried (1964): "Von der Neoklassik zur modernen Wachstums- und Verteilungstheorie", in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Bd. 100, Bern, S. 418.

82 Zur Theorie von der vikarischen Funktion der Unternehmer siehe: Albert, Hans (1972): Ökonomische Ideologie und Politische Theorie - Das ökonomische Argument in der ordnungspolitischen Debatte, Göttingen, 2. Aufl., S. 99 ff.

2.2.2 'finance' - Voraussetzung für autonome Investitionen

Die Investition ist bei Keynes ein sich selbst rechtfertigender und sich selbst tragender Prozeß, der in einer mit den unterschiedlichsten Finanzierungsmethoden ausgestatteten modernen Geldwirtschaft relativ unabhängig vom Angebot an Ersparnissen abläuft. Investitionen werden finanziert, doch gilt bei Keynes: "... 'finance' has nothing to do with saving."⁸³ Bevor Unternehmer ihre Investitionsprojekte tatsächlich realisieren, sichern sie nach Keynes' Verständnis zuerst deren Finanzierung. Aus diesem Grunde wird eine Investitionsentscheidung bereits vorab eine prophylaktische, die Durchführung der Investition sicherstellende Nachfrage nach Finanzmitteln auslösen.

"Planned investment -i.e. investment *ex ante*- may have to secure its 'financial provision' before the investment takes place, that is to say, before the corresponding saving has taken place."⁸⁴

83 Keynes, J.M. (1937a,1973), S. 209.

84 Keynes, J.M. (1937a,1973), S. 207. Sparen ist in Keynes' Theorie Bestandteil des Multiplikatorprozesses, einer Einkommens-/Ausgabenkette, die *ex post* für die Gleichheit von autonomen Investitionen und Ersparnissen sorgt. "Investment expenditure could be regarded as an injection from outside of a flow of purchasing power into an income-generating system; savings could be regarded as a leakage of purchasing power out of this income-generating system. Given an initial

Für diese Nachfrage nach Finanzmitteln führt Keynes 1937 den Begriff 'finance' ein. Unter finance versteht er eine "advance provision of cash"⁸⁵, eine Technik, die Lücke zu überbrücken "between the time when the *decision* to invest is taken and the time when the correlative investment and saving actually occur."⁸⁶ Keynes betont, daß es sich bei der Einräumung, im Sinne von Bereitstellung von finance um eine buchhalterische Transaktion handelt, die stellvertretend für die tatsächliche Überweisung von 'cash' vorgenommen wird.

"'Finance' and 'commitments to finance' are mere credit and debit book entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance."⁸⁷

Die Verfügbarkeit von finance erweist sich damit als eine Vorbedingung für die Realisierung von autonomen Investitionen, als Vorbedingung für den Ablauf der Keynesschen Wirkungskette: finance --> I --> Y (Multiplikator) --> S. Diese Wirkungskette verdeutlicht zugleich die Verschiedenheit und Unabhängigkeit der Größen 'Sparen' und 'finance': das Sparen ist

injection of investment demand into the system, incomes would be generated by a succession of waves of induced demand for consumption goods until the resulting leakage out (saving) was equal to the original injection in (investment)." aus: Meade, James (1975): "The Keynesian Revolution", in: Keynes, Milo (Ed.): Essays on John Maynard Keynes, Cambridge, S. 84.

85 Keynes, J.M. (1937a,1973), S. 208.

86 Keynes, J.M. (1937a,1973), S. 208.

87 Keynes, J.M. (1937a,1973), S. 209.

wegen seiner Multiplikatorbedingtheit eine Strom-/Periodengröße, finance demgegenüber wegen seiner Bezogenheit auf das 'cash'-Angebot zum Zeitpunkt der Investitions(finanzvorsorge)entscheidung eine Bestands-/Momentgröße. Zudem entstammen sie zwei unterschiedlichen Sphären:

"So, while the relation between saving and investment concerns the competition for *real* resources, the demand for finance concerns the competition for a particular class of *financial* assets."⁸⁸

Keynes folgend besteht die Gesamtnachfrage nach 'cash' oder finance aus zwei Komponenten⁸⁹: von der passiven Nachfrage, bestimmt vom Grad des Vertrauens und von den Erwartungen der Liquiditätsbesitzer in/anzukünftige Entwicklungen, ist die aktive zu unterscheiden, die von den Investitionsaktivitäten der Unternehmen abhängt oder genauer vom time-lag zwischen Investitionsbeginn und Investitionserledigung, vom time-lag zwischen Einkommensempfang und Einkommensausgabe auf Seiten der Haushalte und vom time-lag zwischen (Voraus)Zahlungen für Aufwendungen und dem Verbuchen von Umsatzerlösen auf Seiten der Unternehmen. Indem passive und aktive Liquiditätsnachfrage in

88 Snippe, J. (1985): "Finance, saving and investment in Keynes's economics", in: Cambridge Journal of Economics, Vol. 9, No. 3 (September), S. 264 - Hervorhebungen nicht im Original.

89 Vgl. Keynes, John Maynard (1938,1973): "Mr. Keynes 'Finance'". The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 230.

einem Konkurrenzverhältnis stehen, nennen sie zugleich die Faktoren, die den (Angebots)Preis von finance bestimmen: die Geldmenge und die Liquiditätspräferenz. Da nach Keynes Vorstellungen finance von Spezialisten bereitgestellt wird, "..., in particular by the banks, ..." ⁹⁰, ist neben der Liquiditätspräferenz der Haushalte die der Spezialisten, d.h. des Bankenapparates zu berücksichtigen, die sich in dessen Fähigkeit und Bereitschaft zeigt, finance bereitzustellen oder nicht. Bei einer als gegeben angenommenen Geldmenge

"it is precisely the liquidity premium on cash ruling in the market which determines the rate of interest at which finance is obtainable." ⁹¹
"..., the rate of interest relevant to *ex ante* investment is the rate of interest determined by the *current* stock of money and the *current* state of liquidity preferences at the date when the finance required by the investment decisions has to be arranged." ⁹²

Bei der Bestandsgröße finance handelt es sich um einen revolvierenden Fonds.

"In the main the flow of new finance required by current *ex ante* investment is provided by

90 Keynes, John Maynard (1937b,1973): "The 'Ex Ante' Theory of the Rate of Interest". The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 219.

91 Keynes, J.M. (1937a,1973), S. 210.

92 Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 218.

the finance released by current *ex post* investment."⁹³

Daraus folgt, daß mit einer bestimmten Menge 'finance' nur ein begrenztes Investitionsvolumen finanzier- und somit realisierbar ist. Steigt die Nachfrage nach finance, erhöht sich bei konstanter Liquiditätspräferenz der Haushalte und Verzicht der Banken auf 'finance'-Schöpfung der Zins. Entsprechend lohnt es sich für die Unternehmen nur noch, Projekte mit höheren Erlöserwartungen zu verfolgen. Existieren solche nicht, kommt es insgesamt zu einem Absinken des Investitionsvolumens als Folge zu hoher 'finance'-Kosten.

"It is, to an important extent, the 'financial' facilities which regulate the pace of new investment."⁹⁴ "A given stock of cash provides a revolving fund for a steady flow of activity; but an increased rate of flow needs an increased stock to keep the channels filled."⁹⁵ "This means that, in general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity."⁹⁶

93 Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 219.

94 Keynes, J.M. (1937a,1973), S. 210.

95 Keynes, J.M. (1938,1973), S. 230.

96 Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 222 - vgl. Snippe, J. (1985), S. 268.

Damit ist es die Aufgabe der Banken, Unternehmen mit ausreichend finance⁹⁷ und zu einem Zins zu versorgen, der ihnen ein möglichst hohes Investitionsvolumen ermöglicht.

2.2.3 Unternehmerische Verfügbarkeit von 'finance'

Keynes sieht die Versorgung mit finance als gesichert an, denn in seiner Theorie fragen ausschließlich etablierte Industrieunternehmen zur Durchführung ihrer Investitionsprojekte finance nach oder diese besitzen sie bereits. Keynes ging von einer Wirtschaft aus:

"which consisted only of industrial enterprises with financial resources (or borrowing powers) which were in excess of their projected capital expenditure - ..." ⁹⁸

Mit anderen Worten: "Keynes seems to take for granted the financing of investment, ..." ⁹⁹ Obwohl er in seiner Theorie die Notwendigkeit von finance

97 Vgl. Keynes, John Maynard (1939,1973): "The Process of Capital Formation". The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 285.

98 "(...) - otherwise he could not have treated decisions concerning investment as the main autonomous component of demand, depending only on long-term expectations." Kaldor, Nicholas (1983), S. 9.

99 Chick, Victoria (1983): Macroeconomics after Keynes - A Reconsideration of the *General Theory*, London, S. 175.

betont, bleibt er mit der Annahme: "Funds are available from unspecified sources at the going rate of interest."¹⁰⁰ der damaligen 'traditionellen'¹⁰¹ Betrachtungsweise treu, nach der 'finance' als eine bereits *erfüllte* Hilfsfunktion für dominierende güterwirtschaftliche Vorgänge wie Produktion, Beschaffung, Lagerung, Absatz definiert wird. Diese von Keynes beibehaltene 'traditionelle' Sicht erklärt seinen Verzicht auf eine tiefergehende Analyse des 'finance'-Problems und seinen Verzicht auf eine präzise Definition von 'finance'. So wird finance gelegentlich vom Unternehmer selbst aufgebracht: "Occasionally he may be in a position to use his own resources ..."¹⁰² oder dieser ist in der Lage, eine Emission zu begeben: "... or to make his long-term issue at once; ..."¹⁰³ oder er erhält "the credit required in the interval between planning and execution."¹⁰⁴ Finance ist bei Keynes synonym mit verfügbarer Liquidität und es ist nebensächlich für ihn, auf welchem Wege diese den Unternehmer erreicht. Wesentlich für ihn ist der Zins, sind die (festen) 'finance'-Kosten, die in Verbindung mit den (unsicheren) Erlösen über die erwartete Profitabilität und

100 Chick, Victoria (1983), S. 175.

101 Vgl. Schmidt, Reinhard H. (1986): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, Wiesbaden, 2. Aufl., S. 5.

102 Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 217. Indem Keynes in seinen 'finance'-Begriff auch das private Kapital der Unternehmer im Sinne einer Selbstfinanzierungsfähigkeit der Unternehmen einbezieht, bricht er mit der neoklassischen Trennung, nach der die Haushalte sparen und die Unternehmen investieren.

103 Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 217.

104 Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 216, Fn 1.

damit über die Realisierung von Investitionen entscheiden.

2.2.4 Zur Rolle der Venture-Finanzierung

Die katalysierende Wirkung der Einräumung von kostengünstiger finance auf die Realisierung von Investitionen als 'causa causans' für wirtschaftliche Prosperität bildet die Basis für die Beschreibung der der Venture-Finanzierung auch in Keynes' Theorie zukommenden (Schlüssel)Rolle.

Aus der großzügigen Definition von finance durch Keynes folgt unmittelbar, daß auch Venture Capital ein Bestandteil von finance ist, und da finance eine notwendige Voraussetzung für den Investitionsprozeß darstellt, besteht in Keynes' Theorie pari passu auch ein gesamtwirtschaftlicher Bedarf an Venture-Finanzierungen. Zur Vertiefung dieses gesamtwirtschaftlichen Bedarfs ist es notwendig, zum einen neben etablierten Industrieunternehmen auch andere, junge und kleinere Unternehmen einzubeziehen und deren spezifische 'finance'-Probleme zu hinterfragen, und zum anderen Risikostrukturen und Zeitpräferenzen stärker zu berücksichtigen. Die bei Keynes anzutreffende 'traditionelle' Behandlung der Finanzierung als eine für Investitionen bereits erfüllte Hilfsfunktion ist durch eine strikt monetäre, an Zahlungen orientierte

oder 'moderne'¹⁰⁵ abzulösen, in der 'finance'-Vorgänge als Entscheidungen angesehen werden, zwischen sicheren gegenwärtigen und unsicheren zukünftigen Geldeinkommen zu wählen.

Keynes folgend wenden sich Unternehmen während der Investitionsrealisierung mit ihrem jeweiligen Finanzbedarf an das Bankensystem, das ihnen kurzfristig die benötigten Mittel bereitstellt.¹⁰⁶ Es dominiert damit eindeutig die Finanzierung mit Fremdkapital, bereitgestellt durch die Banken. Diese Dominanz impliziert zwischen Banken und Unternehmen nicht nur eine gleiche Risikobeurteilung der Investitionen und der Erlöserwartungen und eine gleiche Zeitpräferenz hinsichtlich der Fristigkeit der Finanzmittel, sondern auch eine beinahe unbegrenzte Bonität der Unternehmen, Fremdkapital zum herrschenden Zins und nach Bedarf bei ihnen aufzunehmen sowie deren permanente Fähigkeit, Zins- und Tilgungslasten als feste Zahlungsverpflichtungen aus unsicheren Erlösen aufbringen zu können. Der gesamtwirtschaftliche Bedarf an Venture-Finanzierungen auch in Keynes' Theorie wird explizit, wenn dieser Zustand der vollkommenen Harmonie aufgegeben wird.

In Keynes Theorie schöpfen Banken (bei optimistischen Erlöserwartungen und niedriger Liquiditätsprä-

105 Vgl. Schmidt, Reinhard H. (1986), S. 12.

106 Ist diese Realisierungsphase abgeschlossen, treten die Unternehmen unter Umständen mit dem Wunsch einer Konsolidierung ihrer kurzfristigen Finanzierungen erneut an die Banken heran. Vgl. Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 217.

ferenz der wirtschaftlichen Akteure) gehortetes Geld durch Emission von Wertpapieren ab. Die hieraus entstehenden Zinsverpflichtungen führen bei den Banken hinsichtlich der Weitergabe von Liquidität zu einer selbst auferlegten Risikobegrenzung, genauer zu Bonitätskriterien für Unternehmen und deren Investitionsprojekte. Die Aufgabe der unterstellten gleichen Risikostrukturen bei Banken und Unternehmen würde dazu führen, daß die Verfügbarkeit von finance für letztere nicht nur nicht länger garantiert ist, sondern daß bestimmte, vor allem junge und kleinere Unternehmen, die den Bonitätskriterien nicht genügen (können) oder deren Investitions-/Innovationsprojekte den Banken als zu risikoreich erscheinen, systematisch von der Kreditvergabe durch den Bankenapparat ausgegrenzt werden. Hierauf können diese Unternehmen, wollen sie ihre Investitions-/Innovationsprojekte nicht aufgeben, nur mit dem Versuch reagieren, finanzielle Mittel unter Umgehung des Bankenapparates zu erhalten. Keynes erwähnt zwar die Aufnahme von Fremdkapital am anonymen Kapitalmarkt mittels Emission einer Anleihe, doch würde er sicher zustimmen, daß diese Alternative ausschließlich den etablierten Großunternehmen vorbehalten bleibt.

Wird die Liquidität eines Unternehmens definiert als Eigenschaft, Zahlungsverpflichtungen bei Anforderung zu jedem Zeitpunkt nachkommen zu können, stehen die Einnahmen- und Ausgabenströme im Mittelpunkt. Da die Einnahmen der Unternehmen unsicher sind und starken Schwankungen unterliegen können, wäre es für die Aufrechterhaltung einer ausreichenden positiven Differenz zweckmäßig, die Ausgaben, die der Einfachheit

halber nur aus finanzierungsbedingten bestehen sollen, der Einnahmenentwicklung anzupassen. Auch wenn Keynes in seiner Theorie eine positive Differenz stillschweigend voraussetzt, müßte er doch anerkennen, daß dies bei der von ihm proklamierten Fremdfinanzierbarkeit von Investitionen mit terminlich und betraglich festgelegten Kosten auf junge und kleinere Unternehmen nicht zutreffen muß und diese daher besonders darauf angewiesen sind, ihre Finanzierungsausgaben erfolgsabhängig gestalten zu können. Dieses Ziel ist nur über die von ihm nicht näher diskutierte Eigenfinanzierung von Investitionen erreichbar, entweder durch Thesaurierung von Gewinnen als Selbstfinanzierung oder durch Einlagen als Beteiligungsfinanzierung. Etablierten Unternehmen ist die Fähigkeit zur Eigenfinanzierung ohne Zweifel zuzugestehen; sie können sogar ein optimales¹⁰⁷ Finanzierungsmix aus Eigen- und Fremdfinanzierung konstruieren. Da junge und kleinere Unternehmen keine oder eine nur sehr begrenzte Selbstfinanzierungskraft besitzen und für sie in der Regel eine Erhöhung der Einlagen nicht aus eigener Kraft sondern nur über die Aufnahme neuer Gesellschafter, die im Falle eines risikoreichen Investitions-/Innovationsprojekts noch eine niedrige Risikoaversion besitzen müßten, möglich ist, würde Keynes diesen Unternehmen vermutlich deutlich erschwerte Eigenfinanzierungsmöglichkeiten zusprechen und ihnen aufgrund bestehender Mindestanforderungen beim Zugang zum anonymen Haftkapitalmarkt hinsicht-

107 Hinsichtlich der grundsätzlichen finanzwirtschaftlichen Merkmale von Eigen- und Fremdkapital siehe: Perridon, Louis/Steiner, Manfred (1984): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München, 3. Aufl., S. 185, Abb. 47.

lich Unternehmensrechtsform, -größe und -bonität sogar eine systematische Diskriminierung konstatieren können.

Werden die Hinweise auf die eingeschränkten Eigenfinanzierungsmöglichkeiten junger und kleinerer Unternehmen, auf deren begrenzte (Banken)Kreditwürdigkeit sowie deren systematische Diskriminierung am anonymen Fremd- wie Haftkapitalmarkt ins "Positive" gewendet, führen sie stringent zum hinter der Venture-Finanzierung stehenden Grundgedanken: durch Aufspüren und Umleiten langfristiger, stark risikobereiter und liquiditätsschonender finance an junge und kleinere Unternehmen, diesen und ihren Investitions-/Innovationsprojekten zu einer Chancengleichheit am 'finance'-Markt zu verhelfen. Venture Capital-Gesellschaften nutzen im Interesse dieser Unternehmen, mit ihren oft risiko-, aber auch überdurchschnittlich erlösreichen Investitions-/Innovationsprojekten, die differierenden Risikostrukturen und Zeitpräferenzen der wirtschaftlichen Akteure. Sie sind daran interessiert, stark risikobereite Liquidität, die zuvor mangels Alternative dem risikomoderaten Bankensystem abgetreten oder etablierten Großunternehmen direkt zur Finanzierung riskanter Projekte angeboten wurde, zumindest teilweise in die Hände der bislang benachteiligten jungen und kleineren Unternehmen umzuleiten.

Die erwartete Profitabilität des Kapitals, die bei Keynes neben den langfristigen Erwartungen der Unternehmen maßgeblich die Höhe der Investitionsausgaben als 'causa causans' für wirtschaftliche Prosperität

bestimmt, ist stark abhängig von den Finanzierungskosten, die die Unternehmen für die Bereitstellung von Liquidität oder finance zu tragen haben. Die die Produktion und Beschäftigung bestimmende effektive Nachfrage wird daher um so größer, je günstiger die Finanzierungskosten für die Investitionen insgesamt sind. Da die Verfügbarkeit von Liquidität eine Vorbedingung für die Realisierung von Investitionen ist, kommt aber nicht nur der Konditionspolitik der finance vermittelnden Institutionen eine zentrale Bedeutung zu, sondern auch deren spezifischer Risikobereitschaft. Diese Risikobereitschaft erweist sich gegenüber jungen und kleineren Unternehmen mit ihren risiko-, aber auch überdurchschnittlich erlösreichen Investitions-/Innovationsprojekten oftmals als zu gering, so daß Investitionen/Innovationen, die unter Umständen einen hohen Multiplikatoreffekt auslösen könnten, nicht realisiert werden.

Durch die Bereitstellung von Venture Capital wird diesbezüglich eine nicht nur für Keynes wichtige Lücke im 'finance'-Angebot geschlossen. Venture Capital erweist sich auch in Keynes' Theorie als ein zusätzliches Stimulans für zuvor unterlassene, unter Umständen multiplikatorintensive Investitionen/Innovationen und ist damit für mehr wirtschaftliche Prosperität auch in seiner Theorie unverzichtbar.

2.3 Hyman P. Minskys 'Hypothese der finanziellen Instabilität'

Mit der von ihm formulierten 'Hypothese der finanziellen Instabilität' beschreibt Minsky die Gefahren einer zu schwachen Eigenkapitalfinanzierung für die Stabilität einer Ökonomie.¹⁰⁸ Mit seiner Theorie, bei der es sich präziser um eine mitunter als fundamentalistisch bezeichnete Keynes-Interpretation handelt¹⁰⁹, greift Minsky nicht nur von Keynes formulierte Überlegungen auf, sondern er geht mit seiner Instabilitätshypothese zugleich über ihn hinaus: die Unsicherheit des Investors sowohl hinsichtlich der Stabilität herrschender Konventionen als auch der Realisierung erwarteter Profite und die daraus resultierenden Schwankungen im Investitionsvolumen werden durch die Instabilität des modernen Geld- und Finanzsystems noch verstärkt.

"... the financial instability hypothesis goes beyond what is explicit in *The General Theory* by integrating the liability structure and the cash payment commitments they imply into the

108 Ausführlich behandelt Minsky die Instabilitätshypothese in seinem 1975 veröffentlichten Buch: 'John Maynard Keynes', New York.

109 Die Bezeichnung 'fundamentalistisch' wurde von Alan Coddington geprägt. Siehe ders. (1976): "Keynesian Economics: The Search for First Principles", in: *The Journal of Economic Literature*, Vol. XIV, No. 4 (Dec.), S. 1258 - 1273, insb. S. 1259 - 1263. Eine nochmalige Erläuterung der Bezeichnung findet sich in ders. (1983): *Keynesian Economics: The Search for First Principles*, London, S. 113, Anmerkung 1.

analysis of the determination of capital asset prices and the financing of investment."¹¹⁰

Indem Minsky, der in seiner Theorie mit der Marshallschen Konstruktion der repräsentativen Unternehmung arbeitet, intensiv Vermögensstruktur und Zahlungsverpflichtungen von Unternehmen thematisiert¹¹¹, ist seine Instabilitätshypothese für die Prüfung der mit Venture-Finanzierungen verbundenen gesamtwirtschaftlichen Vorzüge von besonderem Interesse, bietet sie doch im Unterschied zu Schumpeter und Keynes die Möglichkeit, diese Prüfung aus einer eher mikroökonomischen Perspektive durchzuführen.

2.3.1 Investitionskalkulation in Minskys Theorie

Der eine Investition vorbereitende Entscheidungsprozeß ist bei Minsky geprägt durch Sicherheits-, Rentabilitäts- und Liquiditätsüberlegungen, sowohl hinsichtlich der beabsichtigten betrieblichen Investition und der Alternative 'Vermögensanlage am Kapitalmarkt' als auch bezüglich der Auswirkungen der be-

110 Minsky, Hyman P. (1978): "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement", in: Thames Papers in Political Economy, London, S. 11 f.

111 "We have to examine economic processes that go forward in time, which means that investment, the ownership of capital assets, and the accompanying financial activity become the central concerns of the theorizing." Minsky, Hyman P. (1982): "Can 'It' happen again? A Reprise", in: Challenge - Magazine of Economic Affairs, July/August, S. 6.

absichtigten betrieblichen Investition auf das Unternehmen insgesamt. Diese Überlegungen konzentrieren sich präziser auf die mit Investitionen verbundenen Zahlungsein- und Zahlungsausgänge, den 'business cash flows'¹¹², die auch in den bestehenden Aktiva und Passiva einer Bilanz zum Ausdruck kommen. Für Minsky ist der unterschiedliche Sicherheitsgrad der Zahlungen von zentraler Bedeutung. So stehen den relativ unsicheren Gütermarkt-'business cash flows', den Umsatzerlösen, sichere, da vertraglich fixierte Finanzmarkt-'cash payment commitments' gegenüber: auf der Ausgabenseite zum Beispiel Zins- und Tilgungsleistungen, auf der Einnahmenseite Erlöse aus Kapitalmarktanlagen. Aufbauend auf dieser grundsätzlichen Überlegung, ergibt sich für die anfangs zu entscheidende Alternative, Güter- oder Finanzmarktinvestition, eine sicherheits- wie (mindest)rentabilitätsbezogene Maßgeblichkeit der zweiten für die erste Anlageform.

In Minskys Theorie nutzen potentielle Investoren die Kapitalwertmethode zur Rentabilitätsprüfung von Investitionen. Das Ziel, einen sich über mehrere Perioden erstreckenden Zahlungsstrom als flow-Größe mit einer stock-Größe kommensurabel zu machen, erreicht die Kapitalwertmethode durch Zugrundelegung eines Kapitalisierungsfaktors, mittels dessen der Gegenwartswert erwarteter Erlöse ermittelt wird. Dieser Gegenwartswert, der als maximale Investitionsausgabenbereitschaft zu interpretieren ist, wird mit dem

112 "Economic activity is seen as generating business cash flows.", Minsky, H.P. (1978), S. 12.

Investitionsangebotspreis verglichen. Bevor auf diese Methode detaillierter eingegangen wird, ist es zweckmäßig, Minskys Begriff von 'erwarteten Erlösen' näher zu erläutern.

Minsky betont in Anlehnung an Keynes¹¹³, daß erwartete Erlöse aus drei Komponenten bestehen: aus einem Erlös q , aus Durchhaltekosten (carrying costs) c und einer Liquiditätsprämie l , deren Höhe von den Wiederverkaufsaussichten (der Bargeldnähe) bestimmt wird.

"It follows that the total return expected from the ownership of an asset over a period is equal to its yield *minus* its carrying cost *plus* its liquidity-premium, i.e. to $q-c+l$."¹¹⁴

Bei Minsky steht das q für den Begriff 'quasi rent', der die Differenz zwischen Gesamterlös minus durchschnittlicher variabler Kosten (Arbeit und Material) umfaßt. Unter dem c subsumiert Minsky die Finanzierungskosten, wobei er den Zinsen eine höhere Bedeutung beimißt als den unter Umständen niedrigen Tilgungsleistungen. Wichtig ist, daß es sich bei q und c um explizite cash flow-Größen handelt, wohingegen l nur einen impliziten Erlös verkörpert.¹¹⁵ Die Komponenten q , c und l sind in verschiedenen Vermögenswerten in unterschiedlicher Intensität enthalten. Besonders deutlich wird dies beim Vergleich des

113 Vgl. Keynes, J.M. (1936,1973), Kapitel 17.

114 Keynes, J.M. (1936,1973), S. 226.

115 Vgl. Minsky, H.P. (1975), S. 81.

Geldes mit Sachvermögensgütern. Der Erlös q aus der Bargeldhaltung ist null, die Finanzierungskosten c sind vernachlässigbar¹¹⁶, die Liquiditätsprämie l ist erheblich. Demgegenüber werfen Sachvermögensgüter im Normalfall einen die Finanzierungskosten c übersteigenden Erlös q ab; ihre Liquiditätsprämie l ist dafür gering bis null. Für die Beziehung zwischen l und q gilt in der Regel, daß je illiquider ein Vermögensobjekt, desto größer der sich einstellende Erlös. Hierin liegt für die unternehmerische Ausgewogenheit von Liquidität und Rentabilität ein besonderer Risikofaktor.

Die cash flow-Größen q , c und l werden aber nicht nur zur Bewertung einzelner Vermögenswerte herangezogen, sondern dienen zugleich der Beurteilung der aktuellen Rentabilitäts-/Liquiditätslage eines Unternehmens insgesamt. In einer Bilanz findet sich Vermögen, das entweder durch Einsatz im Produktionsprozeß oder durch Erfüllung von geschlossenen Verträgen einen Erlös q abwirft. Die Finanzierung dieser Vermögenspositionen ist in der Regel mit einem Zins- und Tilgungsaufwand c verbunden. Die Rentabilitäts-/Liquiditätslage eines Unternehmens wird folglich wesentlich von der positiven Differenz $q-c$ geprägt.

"An operating firm therefore has to speculate on $q-c$, and on the assets to be owned which are valued for their disposal properties,

116 Bei Bargeldhaltung aus Eigenkapital und geringen Opportunitätskosten.

i.e., assets which yield implicit returns in the form of 1."¹¹⁷

Auf q-c spekulieren heißt, auf einen Unternehmenserlös zu spekulieren, der über das q vom Gütermarkt und über das c vom Finanzmarkt/der Finanzierungsstruktur der Unternehmen abhängig ist. Wie noch gezeigt werden wird, gelingt es in Minskys Theorie nur bestimmten Unternehmen, die Differenz zwischen q-c auf Dauer positiv zu halten.¹¹⁸ Ebenso deutet sich bereits an, daß die Prüfung der mit Venture-Finanzierungen verbundenen gesamtwirtschaftlichen Vorzüge eng mit dem expliziten cash flow c verbunden ist.

An dieser Stelle ist auf die bereits angesprochene Kapitalwertmethode zurückzukommen.

$$P_K = \sum_{t=1}^n \frac{Q_t}{(1+r)^t}$$

P_K = Nachfragepreis im Sinne einer maximalen Investitionsausgabenbereitschaft

¹¹⁷ Minsky, H.P. (1975), S. 88.

¹¹⁸ Mögliche Liquiditätsengpässe verdeutlichen, daß "the well-being of an ordinary business firm depends not only on the behavior of the market for its output and terms upon which it can hire inputs, but also on the behavior of financial markets; on the terms on which it can borrow, sell assets, or float shares.", Minsky, H.P. (1975), S. 71.

- Q = erwarteter Nettoerlös ($q-c+l$) aus einer Investition
- r = Kapitalmarktzins (stellvertretend für einen in der Regel höheren Kalkulationszinssatz)
- t = Periode
- n = Nutzungsdauer der Investition

Der Nachfragepreis für neues Kapitalvermögen P_K , im Sinne einer maximalen Ausgabenbereitschaft zu interpretieren, ergibt sich direkt aus der Diskontierung der geschätzten, mit Unsicherheit behafteten Erlöse q , abzüglich der vereinbarten Finanzierungskosten c sowie zuzüglich einer geschätzten, ebenfalls unsicheren Prämie l hinsichtlich der Wiederverkaufschancen/-erlöse (Bargeldnähe) der neuen Investition. Je höher r , desto niedriger P_K , desto unwahrscheinlicher, eine Investition bei einem gegebenen Angebotspreis P_I zu realisieren. Unter der Investitionsbedingung $P_K \geq P_I$ ist die Investitionshöhe invers mit dem Kapitalmarktzins/dem Kapitalisierungsfaktor verbunden. Deutlich wird aber auch, daß P_K und damit die Investitionshöhe nicht allein von r abhängt. Ein die maximale Höhe der Ausgabenbereitschaft wesentlich beeinflussender Faktor ist die insbesondere in q enthaltene Unsicherheit. Der sich aus ihr ergebende Risikoabschlag ist abhängig vom bisherigen Wirtschaftsverlauf, von herrschenden Konventionen und von Erwartungen (vgl. Keynes, S. 48 f). Sollte die tatsächliche Wirtschaftsentwicklung negativ von der ver-

muteten abweichen, wird sich dies direkt auf die Ausgabenbereitschaft auswirken. Der subjektive Charakter des P_K , seine im Vergleich zum relativ stabilen Angebotspreis P_I große Amplitude, begründet seine Schlüsselstellung in Minskys Theorie.

2.3.2 Minskys Investitionstheorie

Unter der Annahme einer repräsentativen Unternehmung faßt die nachstehende Abbildung 3 gemäß Minskys Theorie die verschiedenen, eine Investitionskalkulation begleitenden Entscheidungsstufen/-abschnitte zusammen.

Die erste Phase beinhaltet die eigentliche Investitionsentscheidung. In ihr wird die Einhaltung der Investitionsbedingung geprüft, die lautet: der Gegenwartswert der aus der geforderten Investitionsausgabe erwarteten Erlöse muß unter Zugrundelegung eines als realistisch erachteten Kapitalisierungsfaktors diese geforderte Ausgabenhöhe übersteigen, ihr mindestens aber gleich sein; kurz $P_K \geq P_I$. Die auf der Ordinate für P_K und P_I eingetragenen Werte erfüllen diese Bedingung. In der zweiten Phase kommt es zur anschließenden Bestimmung der Investitionshöhe. Bei dem auf der Abzisse eingetragenen I läßt Minsky die Frage nach der Investitionseinheit unbeantwortet. Aus diesem Grunde sei hier festgelegt, daß es sich bei I um beliebige, jeweils abgeschlossene Investitionseinheiten handelt. In einem ersten Schritt dieser zweiten Phase prüft das Unternehmen seine aktuelle Selbstfinanzierungsfähigkeit. Die Erlöskraft des bisher eingesetzten Kapitalbestands wird geschätzt. Diese erwarteten Erlöse ergeben vermindert um Kredit- und Dividendenverpflichtungen die erwartete interne Finanzierungskraft $\hat{Q}_I$. Die Existenz des $\hat{Q}_I$ verdeutlicht, daß das Unternehmen eine Vergangenheit besitzt; das bisher erreichte Rentabilitätsniveau spiegelt sich in der Höhe des $\hat{Q}_I$ wider, graphisch in den rechteckigen Flächen unterhalb der Hyperbel, zum Beispiel OAA_1I_1 . Bei einer verlangten Investitionsausgabe P_I , dem für das repräsentative Unternehmen ein Datum darstellenden Angebotspreis, bestimmt sich die Zahl der intern zu finanzierenden Investitionseinheiten $\hat{I}$ durch $\hat{Q}_I/P_I$. Mit zunehmenden Investitionseinheiten erschöpfen sich diese internen Mittel. In einem zweiten Schritt dieser zweiten Phase prüft das Unter-

nehmen, ob und wie lange eine Ausdehnung des Investitionsvolumens über $\hat{I}$ hinaus profitabel ist. Ab dieser Stelle wird von einer hypothetischen Unternehmenssituation ausgegangen. Indem die effektiv noch zur Entscheidung anstehenden Investitionen als in den arbeitenden Kapitalbestand integriert verstanden werden, wird eine hypothetische Erlössituation ermittelt. Unter der Annahme eines aufgestockten Kapitalbestands werden von Minsky nun insbesondere Finanzierungsrisiken berücksichtigt. Analog zu Keynes unterscheidet er zwei Risikoarten: borrower's risk und lender's risk, zu denen Keynes ausführt:

"Two types of risk affect the volume of investment which have not commonly been distinguished, but which it is important to distinguish. The first is the entrepreneur's or borrower's risk and arises out of the doubts in his own mind as to the probability of his actually earning the prospective yield for which he hopes. If a man is venturing his own money, this is the only risk which is relevant. But where a system of borrowing and lending exists, by which I mean the granting of loans with a margin of real or personal security, a second type of risk is relevant which we may call the lender's risk. This may be due either to moral hazard, i.e. voluntary default or other means of escape, possibly lawful, from the fulfilment of the obligation, or to the possible insufficiency of the margin of security, i.e. involuntary default due to the disappointment of expectations."¹¹⁹

119 Keynes, J.M. (1936,1973), S. 144.

Unter Berücksichtigung dieser Risikoarten veranschaulicht Abbildung 3 nun die Bestimmung der von der repräsentativen Unternehmung mit eigenen und fremden(=Kredit) Mitteln maximal finanzierbaren Ausgaben- oder Investitionshöhe. Die mit der Erweiterung der aktuellen Ausgaben wachsenden Finanzierungsrisiken des Kreditgebers kommen in der lender's risk-Kurve zum Ausdruck, die ebenfalls zeigt, wie die in diesem Zusammenhang anfallenden Kreditkosten den vom Investor aufzubringenden Kaufpreis P_1 erhöhen. Da aber ein neues Einzelrisiko zugleich das Gesamtrisiko (inkl. Altfinanzierungen) erhöht -Welche Kreditverpflichtungen insgesamt kann die Unternehmung mit Sicherheit erfüllen?-, ist die marginal lender's risk-Kurve diejenige, die seitens des Kreditgebers die maximale Kreditvergabebereitschaft festlegt. Ähnliche Überlegungen -Wie sicher sind die erwarteten Erlöse im Vergleich zu den fest anfallenden Fremdfinanzierungskosten?- spielen bei der Auslotung der Kreditaufnahmebereitschaft seitens des Investors/der repräsentativen Unternehmung eine Rolle. Das mit der Fremdfinanzierung steigende Vertragserfüllungsrisiko läßt die Ausgabenbereitschaft P_K sinken, was durch die borrower's risk-Kurve veranschaulicht wird.¹²⁰ Der Schnittpunkt der borrower's - mit der marginal lender's risk-Kurve D_1 gibt schließlich auf die aktuelle Investitionsgelegenheit bezogen die maximal mit

120 Minsky weist darauf hin, daß es sich sowohl beim borrower's risk als auch beim lender's risk um subjektive Einschätzungen handelt. Doch während das lender's risk den Angebotspreis P_1 durch zum Beispiel höhere Zinsen direkt erhöht, bleibt das borrower's risk ohne konkretes Erscheinungsbild; es erhöht den subjektiven Kapitalisierungsfaktor und senkt somit P_1 .

erwarteten eigenen und mit fremden Mitteln finanzierbare Investitionshöhe I_1 an.¹²¹ Bezüglich der Neuinvestition kommt graphisch die dann eingegangene Relation von erwarteten Eigen- zu Fremdmitteln durch die Flächen OAA_1I_1 zu $AP_1P'_1A_1$ (schraffiert) zum Ausdruck. Die Aufteilung der pro Investitionseinheit erwarteten Zahlungseingänge auf Kreditverpflichtungen, deren Neuzugang durch die Fläche $P_1CC_1P'_1$ repräsentiert wird, und anderweitige Verwendung läßt sich ebenfalls an Abbildung 3 durch die Relation von A_1C_1/I_1E_1 zu $(I_1A_1 + c_1E_1)/I_1E_1$ darstellen.

Werden in der näheren Zukunft die an die Investitionen geknüpften Erlöserwartungen bestätigt oder eilen die tatsächlich realisierten Umsatzerlöse den erwarteten voraus, wird sich herausstellen, daß der von beiden Seiten vorgenommene Risikoabschlag/der subjektive Kapitalisierungsfaktor zu hoch angesetzt worden ist. Diese Situation wird von Abbildung 4 aufgegriffen.

121 Im Vergleich von D_1 mit B zeigt sich die Wirkung des marginal lender's risk: gegenüber B sind bei D_1 (gemessen an der Abzisse) die Investitionshöhe und (gemessen an der Ordinate) die Kreditkosten $-c_1$ liegt unter B- niedriger.

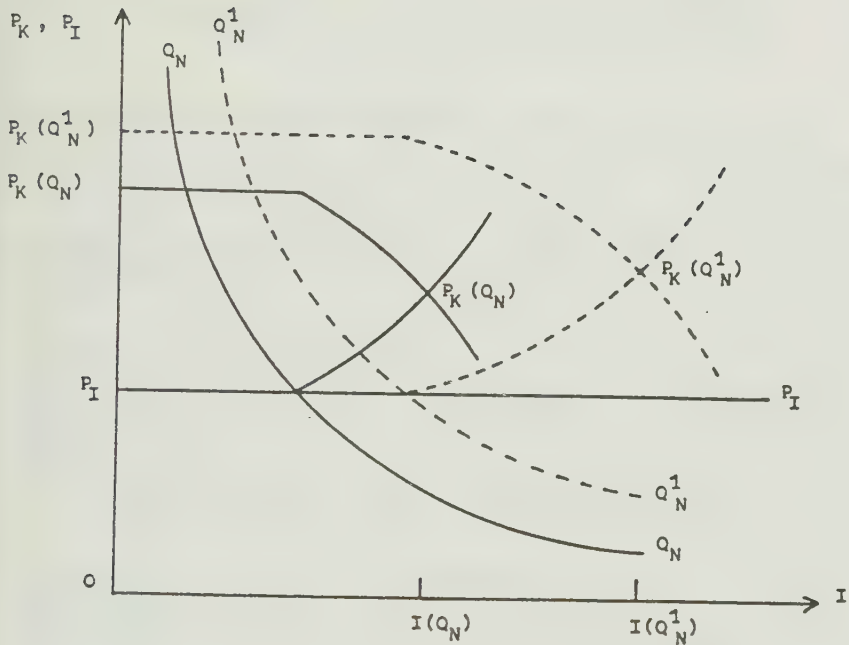


Abb. 04: Bestimmung der Investitionshöhe bei optimistischer Erlöserwartung

"If the actual cash flows ($Q_N^1 - Q_N$) exceed the anticipated cash flows ($Q_N - Q_N$), then the amount of external financing actually required will be smaller than expected. When this occurs, the balance sheet with the newly acquired capital assets will be less encumbered by debt than originally

anticipated. Such a better-than-anticipated balance sheet means that both the firm and its bankers view the investing unit as having unused borrowing power, and the financing conditions for subsequent investments will be more favorable than otherwise."¹²²

Ein Investitionserfolg erhöht somit auf der Kreditnehmerseite die Kreditaufnahme- und auf der Kreditgeberseite aufgrund der korrekten Vertragserfüllung die Kreditvergabebereitschaft. In einer Vergangenheitsbetrachtung würde $P_K(Q_N) = D_1$ aus Abbildung 3 nach rechts auf $P_K(Q_N^1)$ zu verschieben sein; ein höheres Investitionsvolumen wäre vertretbar gewesen. Diese positive Erfahrung wird im Falle einer neuen Investitionsentscheidung, in der die beschriebenen Phasen erneut/aktualisiert durchgegangen werden, zu einer höheren Risikobereitschaft führen, so daß

"... it is important to note that borrower's risk and lender's risk, ..., are *effective* determinants of the pace of investment."¹²³

Hinsichtlich der Bereitschaft, bei erfolgreichem Geschäftsverlauf Risikomargen abschmelzen zu lassen, befürchtet Minsky jedoch in Übereinstimmung mit Keynes, daß

122 Minsky, Hyman P. (1986): Stabilizing an Unstable Economy, New Haven and London, S. 193 f.

123 Minsky, H.P. (1986), S. 192.

"During a boom the popular estimation of the magnitude of both these risks, ..., is apt to become unusually and imprudently low."¹²⁴

2.3.3 Darstellung der Instabilitätshypothese

Ausgangspunkt für Minskys Instabilitätshypothese ist eine zu Beginn eines wirtschaftlichen Aufschwungs konservative vorsichtige Kalkulation der erwarteten Erlöse, so daß innerhalb der Unternehmen die Eigenkapital- der Gesamtkapitalrentabilität vorauseilt. Im Zuge mehrerer erfolgreich durchgeführter Investitionen ergibt sich dann unter Ausnutzung des Leverage-Effekts eine Tendenz, die Verschuldung auszuweiten; und zwar solange, wie der Gegenwartswert der erwarteten Erlöse den Gegenwartswert der Verbindlichkeiten übersteigt. Je nach Finanzierungsstruktur unterscheidet Minsky zwischen Hedge-, Speculative- und Ponzi-finanzierten Unternehmen, zu denen er folgendes ausführt:

"For hedge financing units the cash flows from participation in income production are expected to exceed the contractual payments on outstanding debts in every period."¹²⁵ "The liability structure of a hedge unit consists mainly of long term debts and equity although short term commercial credits to finance work

124 Keynes, J.M. (1936,1973), S. 145.

125 Minsky, Hyman P. (o.J.): Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles, o.O., S. 13.

in progress are consistent with hedge financing."¹²⁶

"For a speculative financing unit the total expected cash flows from participation in income when summed over the foreseeable future exceed the total cash payments on outstanding debt, but the near term payment commitments exceed the near term cash flows from participation in income, ..." ¹²⁷ "A unit engaged in speculative finance needs to roll over or refinance debt to meet its near-term financial commitments."¹²⁸

"A Ponzi finance unit is a speculative financing unit for which the income component of the near term cash flows fall short of the near term interest payments on debt, so that for some time in the future the outstanding debt will grow due to interest on existing debt."¹²⁹ "A 'Ponzi' finance unit must increase its outstanding debt in order to meet its financial obligations."¹³⁰

126 Minsky, H.P. (1978), S. 15.

127 Minsky, H.P. (o.J.), S. 13.

128 Minsky, H.P. (1978), S. 15.

129 Minsky, H.P. (o.J.), S. 13.

130 Minsky, H.P. (1978), S. 15. "Charles Ponzi was a Boston 'financial wizard' who discovered that by offering high returns on 'deposits' he could acquire a large amount of 'deposits'. As long as his total borrowing grew at a faster rate than his promised 'interest', he could fulfill his commitments by increasing his debts. Once his deposits began to grow at a slower rate than his interest obligations he could not meet his commitments. Inasmuch as debts are used to pay interest (...) a Ponzi scheme eventually collapses.", Minsky, Hyman P. (1977): "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory, in: Challenge - Magazine of Economic Affairs, March/April, S. 27, Fn 11.

Diesem ist hinzuzufügen, daß im Falle der spekulativen Finanzierung der Kreditbedarf abhängt von der Höhe des Zinssatzes (und der Höhe des vom Zinssatz direkt beeinflussten subjektiven Kapitalisierungsfaktors): ist dieser niedrig, wird die Differenz von $q-c$ ¹³¹ aufgrund eines hohen Gegenwartswerts für q und eines niedrigen für c positiv sein, ist er hoch, wird $q-c$ negativ ausfallen und ein Kreditbedarf bestehen.

Bei Minsky ist es die Aufgabe der Banken, den Erwerb oder die Kontrolle von/über Kapitalvermögen zu finanzieren. Die Vermittlertätigkeit, die dem Bankensektor aus dieser Finanzierungsrolle zuwächst, wurde von Keynes wie folgt beschrieben:

"There is a multitude of real assets in the world which constitute our capital wealth - buildings, stocks of commodities, goods in course of manufacture and of transport, and so forth. The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed *money* in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on money. A considerable part of this 'financing' takes place through the banking system, which imposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its borrowing customers to whom it loans money wherewith to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset

131 Zu $q-c$ siehe S. 72 f.

and the wealth owner is a specially marked characteristic of the modern world."¹³²

Diesem Zitat ist zu entnehmen, daß parallel zur Kreditvergabe seitens der Bank eine Refinanzierung erfolgt. Damit treten -wenn auch weniger direkt- neben Unternehmen und Banken auch Geldanleger in Erscheinung. Entschließt sich ein Unternehmen zur Durchführung eines Investitionsprojekts, liegt dem die Erwartung zugrunde, daß die eingehenden Erlöse ausreichen werden, die vertraglichen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Doch nicht nur das Unternehmen, sondern auch die kreditgebende (n) Bank (en) sowie letztlich deren Einleger spekulieren hierauf. Deutlich wird, daß

"Bankers [und deren Einleger] live in the same expectational climate as the managers of real-capital assets ..."¹³³

Ein sich über mehrere Perioden erstreckender wirtschaftlicher Aufschwung, geprägt durch die Bereitschaft von Unternehmen, Banken wie Geldanlegern, ihr zuvor konservatives Finanzierungsverhalten zugunsten eines stärker spekulativen aufzugeben, ist Ursache für einen Investitionsboom, in dessen Eigendynamik Minskys Instabilitätshypothese ihren Nährboden findet. Zur Realisierung des stark ansteigenden Investi-

132 Keynes, John Maynard (1931,1972): "The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values". The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. IX, London and Basingstoke, Macmillan, S. 151.

133 Minsky, H.P. (1975), S. 118.

tionsvolumens werden zusätzliche Finanzierungen benötigt, die nur ein liquider Finanzmarkt bereitstellen kann. Da die Liquidität des Finanzmarktes aber nicht unendlich ist, ist präziser ein dortiger Engpaß 'Auslöser' der Instabilitätshypothese.¹³⁴

Für die folgende Argumentation unterstellt Minsky vorübergehend eine Konstanz der Geldmenge. Die mit einem Investitionsboom einhergehenden hohen Erlöserwartungen und Risikobereitschaften steigern nicht nur das Investitionsvolumen, sondern bewirken langfristig auch einen inflationären Prozeß. Beide Komponenten begründen eine zunehmende Geld(Kredit)nachfrage. Eine Änderung der Finanzierungsbedingungen (Kreditkosten) ist nun davon abhängig, inwieweit es den Banken gelingt, brachliegende Kasse zu mobilisieren und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu erhöhen. Minsky argumentiert mit Keynes, der hierzu schreibt:

"The point remains, however, that the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest."¹³⁵

134 Minskys Instabilitätshypothese ergibt sich allein aus einem Engpaß auf dem Finanzmarkt, d.h. sämtliche insbesondere auf dem Gütermarkt bestehenden Erwartungsunsicherheiten/-risiken, die ebenso eine Krise auslösen könnten, werden ausgeblendet.

135 Keynes, J.M. (1937b,1973), S. 222.

Es ist offensichtlich, daß nur für den Beginn eines Investitionsbooms das Finanzierungsangebot zinselastisch reagieren kann, da zu diesem Zeitpunkt die Banken und das geldanlegende Publikum noch über relativ große Liquiditätsreserven verfügen. Über kurz oder lang steigen mit dem Finanzierungsbedarf jedoch die Zinssätze. Steigende Zinsen signalisieren in Minskys Theorie den Beginn einer wirtschaftlichen Krise. Minsky unterscheidet den Zins für kurz- und langfristige Ausleihungen/Einlagen, wobei er die Abhängigkeit des letzteren vom ersteren unterstellt. Der steigende kurzfristige Zins erhöht den (Angebots)Preis P_I direkt, d.h. der Verkaufspreis neuer Kapitalgüter ist eine positive Funktion des kurzfristigen Zinssatzes. Parallel erhöht sich das langfristige Zinsniveau. Dies bewirkt einen Anstieg des sich am Kapitalmarktzins orientierenden subjektiven Kapitalisierungsfaktors, mithin eine stärkere Abzinsung der langfristig erwarteten Erlöse, mithin eine niedrigere Ausgabenbereitschaft für neues Kapitalvermögen. Der (Nachfrage)Preis P_K ist daher eine inverse Funktion des langfristigen Zinssatzes. Konsequenz dieser Zinswirkungen ist ein dichteres Zusammenrücken von P_K und P_I , wodurch zum einen die Investitionsbedingung $P_K \geq P_I$ gefährdet wird und zum anderen - unter Einbeziehung von Finanzierungsrisiken - die maximal mit erwarteten Eigen- und mit Fremdmitteln finanzierbare Investitionshöhe sinkt (der Schnittpunkt D_1 in der Abbildung 3 auf Seite 76 verschiebt sich nach links). Aufgrund des verminderten Investitionsvolumens werden die von den Investitionsanbietern in der nächsten Zeit erwarteten und an sich schon verplanten Einnahmen nicht realisiert; ebenso

setzen potentielle Investoren die auf ihren Absatzmärkten erwarteten Erlöse zurückhaltender an. Es kommt zu einer Nichtbestätigung/Revision der Erlöserwartungen, vorhandene Konventionen werden nach unten korrigiert. Die ausbleibenden Einnahmen erschweren die Erfüllung vertraglicher Kreditverpflichtungen, insbesondere bei Speculative- und Ponzi-finanzierten Unternehmen. Der Einbruch im Einkommensentstehungsprozeß bedingt, daß auch die Liquidität der Banken zunehmend angespannt wird. Dieses bedeutet nicht nur weitere Kreditverteuerungen, sondern zugleich eine Revision des marginal lender's risk. Ebenfalls ändern die Banken ihre Auffassung über eine noch akzeptable Verschuldungsstruktur; Kredite werden verstärkt zurückgenommen. Der durch den Anstieg der kurzfristigen Zinsen ausgelöste Kollaps herrschender Konventionen kann bezogen auf eine repräsentative Unternehmung graphisch so dargestellt werden:

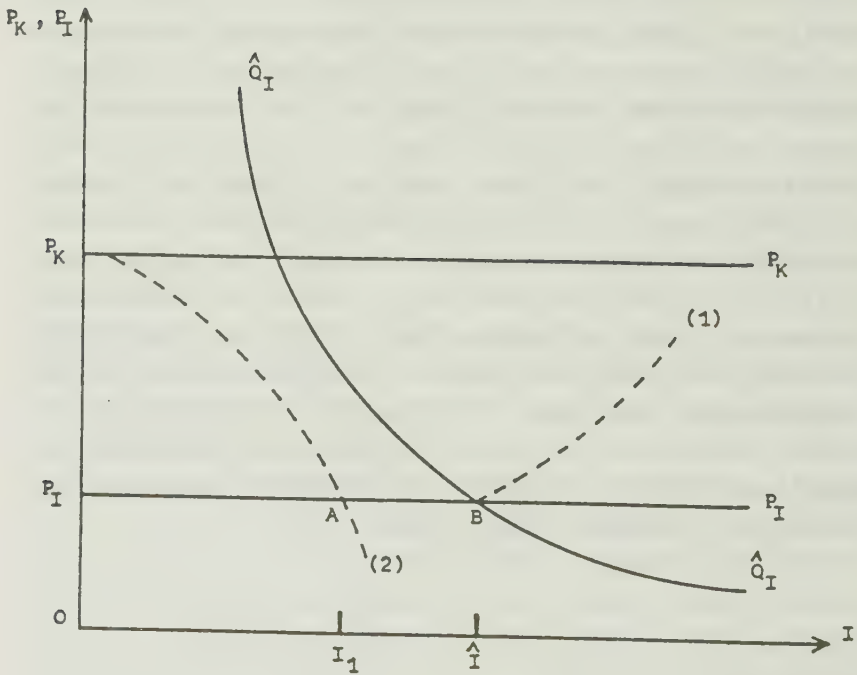


Abb. 05: Bestimmung der Investitionshöhe bei pessimistischer Erlöserwartung

- (1) = Finanzierungsgesamtrisiken des Kreditgebers, determiniert maximale Kreditvergabebereitschaft (bei Minsky: marginal lender's risk)
- (2) = Finanzierungsgesamtrisiken des Kreditnehmers, determiniert maximale Kreditaufnahmebereitschaft (bei Minsky: borrower's risk)

Unverändert ist in Abbildung 5 die Investitionsbedingung $P_K \geq P_I$ erfüllt. Doch eine von einem vorsichtigen Unternehmen auch mit Blick auf die Verschuldungsstruktur vorgenommene Revision des borrower's risk bewirkt eine drastische Änderung der Ausgabenbereitschaft für neue Investitionseinheiten. Nicht einmal die aus den erwarteten Erlösen des bisher eingesetzten Kapitalstocks intern finanzierbare Investitionshöhe $\hat{I}$ wird realisiert, sondern lediglich I_1 . Für die in Höhe von $OP_1B\hat{I}$ vermuteten Erlöse kann folgende Verwendung vorgesehen sein: $OP_1A\hat{I}_1$ für Investitionsausgaben und $I_1A\hat{B}\hat{I}$ zur Rückführung externer Finanzierungsmittel. Das Investitionsniveau würde in diesem Fall noch weiter absacken.

In Minskys Instabilitätshypothese zeigt sich, daß mit erhöhtem Investitionstempo und steigender Fremdfinanzierung die Unternehmen in zunehmendem Maße nicht nur vom reibungslosen Funktionieren des Gütermarktes (setzt Minsky stillschweigend voraus), sondern insbesondere des Finanzmarktes abhängig werden. Minsky erklärt aus dem rationalen profitmaximierenden Verhalten der wirtschaftlichen Akteure endogen den Anstieg des kurzfristigen Zinses und damit ökonomische Instabilität, deren Ausbreitung in einer Ökonomie wesentlich vom aktuellen Mix von Hedge-, Speculative- und Ponzi-Finanzierungen mitbestimmt wird. Diese endogene Erklärung gelingt Minsky aber auch, wenn er von der zuvor getroffenen Annahme einer konstanten Geldmenge abrückt.

"As investment in process increases, an inelastic component of the demand curve for

financing rises. If the supply curve of finance is infinitely elastic, then finance costs do not rise as investment increases. As more investment leads to greater profits, the prices of capital assets, at constant interest rates, increase. Such an increase is an incentive for more investment: the run up of prices and profits that characterises a boom will result. However the internal workings of the banking mechanism or Central Bank action to constrain inflation will result in the supply of finance becoming less than infinitely elastic - perhaps even approach zero elasticity. A rising inelastic demand curve for finance due to the investment in process combined with an inelastic supply curve of finance leads to a rapid increase in short-term interest rates."¹³⁶

Dem Anstieg dieses Zinssatzes ist jedoch die zunehmende Fremdfinanzierung als eigentliche Ursache des Übels vorgelagert. Minsky folgert hieraus konsequent:

"... the guiding wisdom is that debts are to be avoided, for debts lead to disaster."¹³⁷

136 Minsky, H.P. (1978), S. 16.

137 Minsky, H.P. (1975), S. 128.

2.3.4 Politische Implikationen und kritische Anmerkungen zur Instabilitätshypothese

Störungen des Finanzmarktes führen bei Minsky über höhere Kreditkosten zu niedrigeren Erlösen; bestehende Profiterwartungen werden enttäuscht. Die im Zuge der Revision herausgebildeter Konventionen wieder explizit werdende Unsicherheit wird die Wirtschaft infiltrieren und das Investitionsvolumen schmälern. In seiner Theorie fordert Minsky, dieses Investitionsdefizit auszugleichen, zum Beispiel über vermehrte Staatsaufträge. Es gilt, über eine stützende Investitionsnachfrage Konventionen stabil zu halten und

"If stabilization policy is to be successful, it must stabilize profits."¹³⁸

Übernimmt der Staat diese Kompensationsfunktion, trägt er laut Minsky wesentlich dazu bei, die alleinige Abhängigkeit der Profite von den Investitionen der Unternehmen zu mildern.

"A cumulative debt deflation process that depends on a fall of profits for its realization is quickly halted when government is so big that the deficit explodes when income falls."¹³⁹

138 Minsky, H.P. (1982), S. 11.

139 Minsky, H.P. (1982), S. 11.

Ergänzend gilt es auf dem Finanzmarkt, den kurzfristigen Zins nahezu stabil zu halten und die Liquidität zu stützen: der durch Re- und Neufinanzierungsbedarf aus Speculative- und Ponzi-Finanzierungen unelastisch gewordenen Geldnachfrage ist mit einem nicht zu unelastischen Geldangebot zu begegnen. Es ist die Aufgabe der Zentralbank (en), durch maßvolle 'inflationsneutrale' Geldmengenausweitungen einen vom Finanzmarkt ausgehenden wirtschaftlichen Einbruch zu verhindern. Vor allem aber plädiert Minsky für eine Vermehrung der wirtschaftliche Stabilität bringenden eigenkapitalintensiven Hedge-Finanzierungen.

Es ist Minskys Intention und Verdienst, mit der von ihm formulierten 'Hypothese der finanziellen Instabilität' auf die im Investitionsboom zunehmende Labilität von Portfolios und finanziellen Kontrakten hinzuweisen. Doch durch die eindeutige Dominanz des Finanzmarktes -bei einem unterstellten reibungslosen Funktionieren des Gütermarktes ist ein wirtschaftlicher Einbruch allein Ergebnis eines endogen erklärten Zinsanstiegs- entsteht der unbefriedigende Eindruck, Schwankungen im Investitionsvolumen seien lediglich Appendix der finanziellen Instabilität. Anlaß zur Kritik gibt auch die prinzipielle Verschuldungsfähigkeit der Unternehmen. Minsky berücksichtigt zwar ein marginal lender's risk, doch mißt er diesem im Endeffekt nur ein geringes Gewicht bei. Dieses marginal lender's risk mag zwar Überlegungen enthalten, aus denen sich für einzelne Unternehmen Verschuldungshöchstgrenzen ergeben könnten, -etwa der erreichte Verschuldungsgrad, die bisherige Rentabilität oder die zusätzliche Stellung von Kreditsicher-

heiten- aber, und dieses wird insbesondere bei den Speculative- und Ponzi-Finanzierungen deutlich, eine effektive Verschuldungsgrenze läßt sich aus diesem nicht ableiten.¹⁴⁰ Minskys 'Hypothese der finanziellen Instabilität' beruht auf einem die Fremdfinanzierung sicher überbetonenden Fundament.

2.3.5 Zur Rolle der Venture-Finanzierung

Wie sehr ein Unternehmen auf externe Finanzierungsquellen -Beteiligungs-/Kreditfinanzierungen- angewiesen sein wird, ist wesentlich davon abhängig, welche Preisforderungen es für die eigenen Produkte am Markt durchsetzen kann. Die Höhe der erwarteten internen Finanzierungskraft, bei Minsky $\hat{Q}_I$, ist daher eine Funktion der Marktstellung des Unternehmens und der sich hieraus ableitenden möglichen Preispolitik. Wird aus Vereinfachungsgründen von einem repräsentativen Unternehmen ausgegangen, das sich in atomistischer Konkurrenz zu anderen befindet¹⁴¹, so handelt es sich bei diesem um einen sogenannten (Markt)Preisnehmer und autonomen Mengenanpasser. Ein derartiges Unternehmen erreicht sein Gewinnmaximum, wenn es die Gleichheit von Grenzkosten und Marktpreis herstellt.

140 Erst die durch die Instabilitätshypothese beschriebene Unfähigkeit der meisten Unternehmen, Kreditverpflichtungen zu erfüllen, bestimmt -quasi im nachhinein- die unternehmerische Verschuldungsgrenze.

141 Die Unterstellung der realitätsfremden Marktform der vollständigen Konkurrenz begründet sich ausschließlich mit ihrer Demonstrationsdienlichkeit.

Aus dieser Verhaltensanweisung folgt zugleich ein erzwungener Verzicht auf eine aktive Preispolitik. Der explizite Gütermarkt-cash flow q , der bei Minsky die Differenz zwischen Gesamterlös minus durchschnittlicher variabler Kosten (Arbeit und Material) beschreibt, erweist sich für gewinnmaximal produzierende Unternehmen in atomistischer Konkurrenz als nicht beeinflussbar. Erwirtschaften diese bei gleichen Erwartungen hinsichtlich q dennoch unterschiedlich hohe Erlöse, so spiegeln sich in diesen Erlösdifferenzen die verschuldungsabhängigen Finanzierungskosten c wider. Auch wenn die Unternehmen einen Miteinfluß auf diesen zweiten expliziten cash flow c besitzen und durch ein niedrigeres c ein höheres q erwirtschaften könnten, ist ihre interne Finanzierungskraft nicht überzubewerten. Wird im Hinblick auf eine größere Realitätsnähe das Konstrukt der atomistischen Konkurrenz durch eine unvollkommene ersetzt¹⁴², wird sich für die Finanzierungssituation eines Unternehmens in unvollkommener Konkurrenz keine grundsätzliche Änderung ergeben. Planen derartige Unternehmen kostspielige Investitionen oder ausgabenintensive Innovationsprojekte, sind sie auf externe Finanzmittel angewiesen. Angesichts der von Minsky in seiner Hypothese der finanziellen Instabilität beschriebenen Gefahren einer zu starken Kreditfinanzierung (c steigt) von Investitionen/Innovationen sowie der eng begrenzten Selbstfinanzierungskraft von Unternehmen in unvollkommener Konkurrenz besteht die Notwendigkeit, diesen in der Regel kleineren bis

142 Eine Übersicht über die unterschiedlichen Marktformen findet sich in: Diederich, Helmut (1974): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre II, Stuttgart, S. 154 f.

mittleren Unternehmen zur Realisierung von risikoreichen Investitionen/Innovationen insbesondere die Inanspruchnahme der Alternative 'Beteiligungsfinanzierung' zu ermöglichen - aufgrund des erschwerten Zugangs innovativer junger und kleinerer Unternehmen zu stark risikobereitem Beteiligungskapital auch in Form einer Venture-Finanzierung! Dieser Argumentation könnte entgegengehalten werden, daß insbesondere innovative Unternehmen aufgrund ihrer Innovation nicht in einem unvollkommenen Konkurrenzverhältnis stehen, sondern die Marktform des eine aktive Preispolitik ermöglichenden Angebotsoligopols die adäquatere sei. Dies würde den Inhalt der Instabilitätshypothese zwar nicht verändern, doch müßte -bei einer diesen Unternehmen unterstellten mark-up Preispolitik- deren Selbstfinanzierungskraft deutlich höher bewertet werden. Daß aber diese zweifellos höhere Selbstfinanzierungsfähigkeit insbesondere in der langen Frist wiederum nicht unbegrenzt ist, zeigt Alfred S. Eichner in seiner langfristigen Preisaufschlagsanalyse . Seine Theorie der Preisfestsetzung

"... is predicated on the assumption that economic growth is continuous - even if the rate itself fluctuates."¹⁴³

Eichner nennt drei Gründe, die in der langen Frist eine Obergrenze für die Festlegung des 'mark-up' konstituieren: den Substitutionseffekt (Ausweichen der Nachfrager auf ähnliche oder Verwendung anderer Pro-

143 Eichner, Alfred S. (1976): The Megacorp and Oligopoly - Micro Foundations of Macro Dynamics, Cambridge University Press, New York, u.a., S. 14.

dukte), den Eintrittsfaktor (hohe Erlöse verbessern die Erfolgsaussichten für neue Unternehmen, in einen oligopolistischen Markt einzudringen) und mögliche Regierungsinterventionen (Kartellgesetze oder ähnliches). Wie gestaltet sich nun unterhalb der durch Marktfaktoren variabel festgelegten Aufschlagsobergrenze die Schöpfung interner Finanzierungsmittel? Der Beschreibung dient nachstehende Abbildung 6 ¹⁴⁴.

144 Die Abbildung 6 wurde entnommen aus Eichner, Alfred S. (1973): "A Theory of the Determination of the Mark-Up under Oligopoly", in: The Economic Journal, Vol. 83 (2), S. 1192.

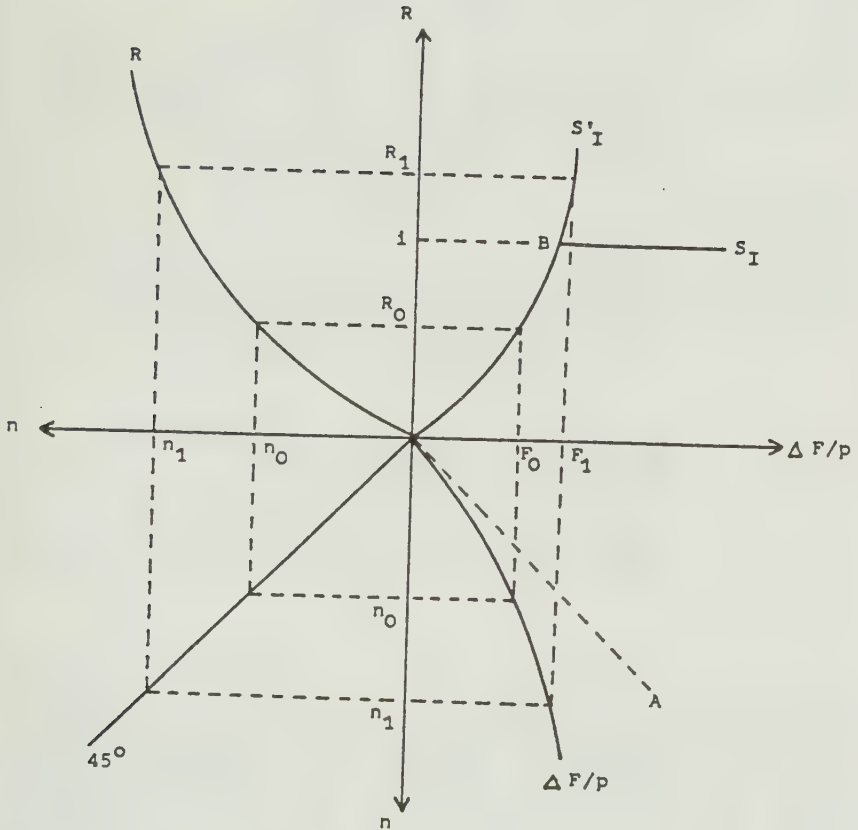


Abb. 06: Bestimmungsfaktoren der Selbstfinanzierungsfähigkeit von Angebotsoligopolunternehmen in Eichners langfristiger Preisaufschlagsanalyse

Die Symbole haben folgende Bedeutung:

i	=	externer Kreditzinssatz
R	=	'Risikokosten' aus dem Versuch, interne Fondsmittel zu generieren (berücksichtigt Substitutionseffekt, Eintrittsfaktor und Regierungsinterventionen)
n	=	mark-up Preisaufschlag
F/p	=	kalkulierte zusätzliche interne Fonds aus einer Preisanhebung (berücksichtigt lediglich Substitutionseffekt und Eintrittsfaktor)
S' _I	=	effektive Angebotskurve zusätzlich generierter interner Fonds
S _I	=	effektive Angebotskurve zusätzlich generierter interner und externer(=Kredit) Fonds

Eine Erhöhung des mark-up (n) bewirkt eine Zunahme der aus dem Absatz eingehenden cash flows. Dies zeigt sich im 4. Quadranten. Gäbe es keine Restriktionen in Form von Substitutionseffekt und Eintrittsfaktor würde die gestrichelte Gerade A den Mittelzuwachs darstellen; die ansteigende Kurve $\Delta F/p$ ist aber aus den eben genannten Gründen realistischer. Eine durch mögliche Regierungsinterventionen erweiterte Risiko-berücksichtigung ist im 2. Quadranten durch den Verlauf der R-Kurve abgebildet; je höher n, desto höher die Risikoeinschätzung. Aus den Kurven R und $\Delta F/p$ läßt sich auf die im 1. Quadranten abgebildete Kurve

der effektiv zusätzlich generierten internen Fonds, S'_1 , schließen. Dieser Kurve der Selbstfinanzierung steht als Alternative bei Eichner die Aufnahme von Kreditmitteln gegenüber. Wird unterstellt, daß der Zinssatz für jede Kredithöhe i beträgt, wird ein Oligopolunternehmen nach strategischen Gesichtspunkten abwägen zwischen steigenden Risiken und unter Umständen vorzuziehenden Kreditkosten. Für den Fall einer bevorzugten Kreditaufnahme erfolgt eine Richtungsänderung der Angebotskurve an zusätzlichen Fondsmitteln, S_1 nach S'_1 . Die Abbildungen 7 und 8 dienen der Erläuterung der strategischen Finanzierungsentscheidungen von Oligopolunternehmen¹⁴⁵.

145 Zu den Abbildungen 7 und 8 siehe Eichner, A.S. (1976), S. 99 f.

In Abbildung 7 schneidet die Nachfragekurve D_1 eines Oligopolisten nach zusätzlichen Finanzmitteln die Angebotskurve S'_1 im ersten Quadranten, und zwar unterhalb des Marktzinses i in dem Punkt B. Da die mit einer Preiserhöhung verbundenen Risiken R vom Management als niedrig erachtet werden, kommt es zu einer Anhebung des mark-up auf n_1 mit der Folge, daß F_1 Mittel durch zugenommene Verkaufserlöse realisiert werden. Diese Graphik demonstriert eine ausschließlich interne Generierung zusätzlicher, zu Investitionszwecken benötigter Finanzmittel.

Zu einer mark-up Erhöhung und einer gleichzeitigen Aufnahme von Kreditmitteln kommt es in Abbildung 8. Lag Punkt B in Abbildung 7 auf der S'_1 wie S_1 Kurve, so liegt der aktuelle Schnittpunkt C nur noch auf der S'_1 Kurve und damit oberhalb des Marktzinses i . Die mit einer über n_1 hinausgehenden Anhebung des Preisaufschlags stark ansteigenden Risiken -bei relativ geringen Fondszuwächsen $\Delta F/p$ - veranlassen das Oligopolunternehmen, für den Bereich $F_1 - F_2$ eine parallele Kreditfinanzierung zu bevorzugen.

Damit zeigt sich, daß langfristig die Selbstfinanzierungsfähigkeit auch bei Unternehmen in oligopolistischer Konkurrenz begrenzt ist¹⁴⁶. Unverändert und

146 Daß Unternehmen nicht von sich aus entscheiden können, mehr zu verdienen, wurde bereits vor Eichner von Michal Kalecki betont. In einem anderen Zusammenhang schreibt Kalecki: "Now, it is clear that capitalists may decide to consume and to invest more in a given period than in the preceding one, but they cannot decide to earn more. It is, therefore, their investment and consumption decisions which determine profits,

vor dem Hintergrund der Minskyschen Instabilitätshypothese besteht daher die Notwendigkeit, die Alternative 'Beteiligungsfinanzierung' und speziell die Venture-Finanzierung auch diesen Oligopolisten zur Realisierung ihrer risikoreichen Investitionen/Innovationen offenzuhalten.

Indem die Venture-Finanzierung insbesondere innovativen jungen, kleineren und mittleren Unternehmen unabhängig von der herrschenden Markt- oder Konkurrenzform hilft, über niedrigere (Kredit)Finanzierungskosten höhere Erlöse bei gleichzeitiger relativer Unabhängigkeit von Finanz(Kredit)marktrisiken zu erwirtschaften, leistet sie einen nicht zu unterschätzenden Beitrag für eine stabile, weil durch risikotragendes Beteiligungskapital solide finanzierte wirtschaftliche Entwicklung. Im Hinblick auf die Vorzüge solide finanzierter Investitionen/Innovationen für die Stabilität einer Ökonomie, ergibt sich ein gesamtwirtschaftlicher Bedarf an Venture-Finanzierungen stringent auch aus den mehr mikro-ökonomischen Überlegungen der Minskyschen Instabilitätshypothese.

2.4 Resümee

Ein Vergleich der Finanzierungsaussagen von Schumpeter, Keynes und Minsky zeigt, daß, obwohl von ihnen die Eigen- in Form der Beteiligungsfinanzierung nicht explizit diskutiert wird, es dennoch möglich ist, durch Beschreiben der der Venture-Finanzierung auch in ihren Theorien zukommenden (Schlüssel)Rolle für mehr und solide finanzierte Investitionen/Innovationen, "wirtschaftstheoretisch" auf die gesamtwirtschaftlichen Vorzüge einer intensiven Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" hinzuweisen. Ein gesamtwirtschaftlicher Bedarf an Venture-Finanzierungen ergibt sich

- bei Schumpeter aus den funktionalen Gemeinsamkeiten von "zusätzlichem Kredit" und Venture Capital: beide Kaufkraftquellen wirken aufgrund ihrer professionellen Existenz bereits innovationsstimulierend, schließen eine Finanzierungsangebotslücke und fördern den ökonomischen Strukturwandel,
- bei Keynes aus der Bereitstellung von langfristiger und liquiditätsschonender 'finance' auch für risikoreiche, unter Umständen multiplikatorintensive Projekte innovativer junger, kleiner und mittlerer Unternehmen, die andernfalls unterlassen worden wären, so daß Venture Capital auch in seiner Theorie eine Lücke im 'finance'-Angebot schließt und für wirtschaftliche Prosperität unverzichtbar ist,

- bei Minsky aus der begrenzten Selbstfinanzierungsfähigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen und der Möglichkeit, fehlende Investitionsmittel ohne zusätzliche (Fremd)Kapitalmarktrisiken langfristig und liquiditätsschonend zu erhalten.

Es sind die wirtschaftstheoretischen Argumente "Innovationsstimulans", "vermehrte Realisierung zwar risikoreicher, aber unter Umständen auch multiplikatorintensiver Projekte" und "Schließung einer finanziellen Stabilität bringenden Eigenfinanzierungs(angebots)lücke für innovative, kleine und mittlere Unternehmen", die gerade im Hinblick auf ein Mehr an innovationsgetragenen Wachstum in der Bundesrepublik bei gleichzeitiger finanzieller Stabilität der Unternehmen nicht nur die gesamtwirtschaftlichen Vorzüge einer intensiven Anwendung der Beteiligungsfinanzierungsmethode "Venture Capital" unterstreichen, sondern auch die Notwendigkeit, mögliche Hemmnisse für eine intensivere Anwendung der Venture-Finanzierungstechnik abzubauen. Da sich die wissenschaftliche und praxisnahe Literatur zu diesem Themenkomplex vor allem auf die Erörterung rechtlicher, steuerlicher und institutioneller Verbesserungsvorschläge zu den Rahmenbedingungen des Venture Capital-Marktes und den idealtypischen Phasen der Venture-Finanzierung konzentriert, ist es das zweite Anliegen dieser Arbeit, aus dem bislang vernachlässigten Bereich der Beteiligten der Venture-Finanzierung, die aktuelle Diskussion hinsichtlich der Möglichkeiten einer intensiveren Anwendung der Venture-Finanzierungstechnik durch eine eigene, empirisch gewonnene Anregung zu ergänzen.

Gründungsfinanzierungen technologieorientierter Unternehmen und andere mit äußerst schwer abwägbaren Entwicklungsrisiken verbundene Finanzierungen ausschließlich Venture Capital-Gesellschaften zuzuweisen hieße, diese risikomäßig zu überfordern. Aus diesem Grunde wird im zweiten, empirischen Teil dieser Untersuchung aus der Vielzahl der Problemfelder für eine intensivere Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" und im Hinblick auf die langfristigen Chancen einer eigenständigen Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik, dem Aspekt der Risikostreuung als eine notwendige Voraussetzung für den Erfolg der hiesigen Venture Capital-Gesellschaften wie als notwendige Voraussetzung für die gewünschte Breitenwirkung der Venture-Finanzierungstechnik besondere Aufmerksamkeit geschenkt.

Venture Capital-Gesellschaften durch Aufzeigen risikomoderater Beteiligungsalternativen in ihren Bemühungen um branchen-, projekt- und unternehmenstyp-bezogene Risikostreuung und Diversifikation wirkungsvoll zu unterstützen heißt, ihnen Zugang zu etablierten mittelständischen, kapital- und renditestarken Unternehmen (auch in konventionellen Branchen) und deren bislang ruhenden, vermutlich mit eher kalkulierbaren Marktrisiken verbundenen Investitionsvorhaben zu verschaffen. Angesichts der diesen mittelständischen Unternehmen zahlreich zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen und ihrer Reserviertheit gegenüber neuen stimmberechtigten Gesellschaftern, wird eine intensivere Zusammenarbeit der gesellschaftlichen Institutionen "Venture Capital-Gesellschaften" und "etablierte mittelständische

Unternehmen" insbesondere abhängen von einer angemessenen Berücksichtigung der Interessen dieser mittelständischen Unternehmen. Die durchgeführte erstmalige Untersuchung der Einstellung mittelständischer Unternehmen zur Finanzierung mit Venture Capital verfolgt daher das Ziel, durch Ausloten dieser Einstellung zur Venture-Finanzierung einen Beteiligungsweg ausfindig zu machen, der nicht nur den Interessen der etablierten mittelständischen Unternehmen Rechnung trägt, sondern ebenso für die hiesigen Venture Capital-Gesellschaften -auch im Hinblick auf Wahrung ihres eigenen Profils auf dem expandierenden Markt für Beteiligungskapital- attraktiv ist.

Bevor aber en détail auf die durchgeführte Untersuchung eingegangen wird, bietet es sich auch aus Gründen der "Faßbarkeit" an, das Mißverhältnis zwischen dem in der Bundesrepublik vorhandenen und dem effektiv investierten Venture Capital nicht länger nur pauschal, sondern auch quantitativ zu beschreiben.

3. VENTURE CAPITAL IN DER BUNDESREPUBLIK - EINE GROBE MARKT (ANGEBOTS) SKIZZE

Die Tabelle 1 gibt einen Überblick über das von den bundesdeutschen Venture Capital-Gesellschaften seit 1983 insgesamt mobilisierte und insgesamt investierte Venture Capital.

Die (kumulierten) Zahlen dokumentieren, daß nach anfänglicher Zurückhaltung insbesondere in 1985 das Mittelaufkommen für die Venture-Finanzierung kräftig gewachsen ist. Mit einem time-lag von nur einem Jahr schlug sich diese Expansion auch bei den eingegangenen Beteiligungen nieder; die Investitionsquote (prozentualer Anteil des insgesamt investierten am insgesamt vorhandenen Venture Capital je Kalenderjahr) stieg deutlich von 18% in 1985 auf geschätzte 45% in 1987. Dennoch besteht seit 1986 ein erheblicher Angebotsüberhang; 1987 ungenutzte Venture Capital-Ressourcen vermutlich in Höhe von DM 660 Mio.

	vorhandenes Venture Capital in Mio DM	investiertes Venture Capital in Mio DM	Venture Capital Investitionsquote
1983	30	19	63 %
1984	300	70	23 %
1985	785	139	18 %
1986	940	407	43 %
1987*	1.200	540	45 %

* geschätzt

Quelle: Venture Capital Journal, Daten (ohne Investitionsquote) zitiert nach:
 Shares, Gail E.: "Die Milliarden-Suche nach dem ersten Millionär",
 in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 198 vom 31. August 1987, S. 20.

Tab. 01: Insgesamt vorhandenes und investiertes Venture Capital
 (BRD, Jahresvergleich 1983 bis 1987).

Aus welchen Quellen das in der Bundesrepublik insgesamt mobilisierte Venture Capital stammt, kann Tabelle 2 (prozentuale Anteile am kumulierten Venture Capital-Aufkommen für 1986) entnommen werden.

<u>Bundesrepublik Deutschland</u>	
Banken	44,9 %
Industrie	36,7 %
Private Anleger	4,8 %
Versicherungen	7,8 %
Pensionsfonds	1,4 %
Öffentliche Hand	4,3 %
Sonstige	0,1 %
Σ 100,0 %	

Quelle: European Venture Capital Association
1986 Yearbook, Daten zitiert nach:
Shares, G.E. (1987), S. 21.

Tab. 02: Venture Capital-Aufkommen nach
Branchen in % (BRD,1986).

In der Anleger-Struktur der Bundesrepublik dominieren Banken und Industrieunternehmen; gut vier Fünftel des insgesamt mobilisierten Venture Capitals wird von ihnen bereitgestellt.

In welche Branchen Venture Capital vornehmlich investiert worden war, darüber gibt schließlich Tabelle 3 Auskunft (prozentuale Branchenanteile am insgesamt investierten Venture Capital für 1986).

Branche	Anteil an VC- <u>Investitionen</u>
Neue Materialien und Verfahren	1,8 %
Handel	2,9 %
Konsumgüter-Branche	3,0 %
Geräte- und Maschinenbau	4,0 %
Pharma/Biotechnologie	6,6 %
Computer-Branche	14,4 %
Elektronische/mechanische Komponenten und Produkte für Industrie	19,3 %
Telekommunikation	25,7 %
Andere	22,3 %
	Σ 100,0 %

Quelle: European Venture Capital Association
1986 Yearbook, Daten zitiert nach:
Shares, G.E. (1987), S. 21.

Tab. 03: Venture Capital-Investitionen in %
nach Branchen (BRD,1986).

Besonders auffällig ist, daß der Bereich Telekommunikation wesentlich mehr Venture Capital angezogen hat, als die Computer-Branche. Ferner legt diese Verteilung den Schluß nahe, daß die bundesdeutschen

Venture Capital-Gesellschaften sich vorwiegend an Firmen beteiligen, die als Zulieferer für andere Industrieunternehmen tätig sind, und seltener als Endgeräte-Hersteller. Darüber hinaus läßt sich aus dem hohen Anteil von rund 22% der anderen nicht explizit genannten Branchen ableiten, daß das Beteiligungsspektrum der Venture Capital-Gesellschaften wesentlich weiträumiger abzustecken ist, als dies Tabelle 3 zum Ausdruck bringt.

Das zweite Anliegen dieser Arbeit, eine praxisbezogene Anregung für mehr Venture-Finanzierungen zu geben, knüpft an dem in Tabelle 1 beschriebenen Venture Capital-Angebotsüberhang an. Wird dieser Angebotsüberhang als Indiz für ein Übergewicht an mit äußerst schwer abwägbaren Entwicklungsrisiken verbundenen Innovationsprojekten junger technologieorientierter Unternehmen gewertet, stellen sich im Hinblick auf eine intensivere Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" Fragen der Risikokompensation und damit von risikomoderaten Investitions-/Beteiligungsalternativen. Unter diesem Blickwinkel und angesichts der Bemühungen der Venture Capital-Gesellschaften um branchen-, projekt- und unternehmens-typ-bezogene Risikostreuung und Diversifikation ist es von entscheidender Bedeutung, ihnen Zugang zu etablierten mittelständischen, kapital- und renditestarken Unternehmen (auch in konventionellen Branchen) und deren bislang ruhenden, vermutlich mit eher kalkulierbaren Marktrisiken verbundenen Investitionsvorhaben zu verschaffen.

Die Venture Capital-Marktinformationen "ungenutzte Venture Capital-Ressourcen" (Tabelle 1) und "breitfächeriges Beteiligungsspektrum der Venture Capital-Gesellschaften" (Tabelle 3) zeigen, daß die Grundvoraussetzungen für mehr Beteiligungsfinanzierungsverträge zwischen den gesellschaftlichen Institutionen "Venture Capital-Gesellschaften" und "etablierte mittelständische Unternehmen" angebotsmäßig gegeben sind¹⁴⁷. Angesichts der etablierten mittelständischen Unternehmen zahlreich zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen und ihrer bekannten Reserviertheit gegenüber neuen stimmberechtigten Gesellschaftern kann für eine intensivere Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" gerade im Hinblick auf die mit Venture-Finanzierungen in der Regel verbundene Management-Beratung nachfragemäßig vermutet werden, daß mögliche Beteiligungsfinanzierungsverträge insbesondere abhängen von einer angemessenen Berücksichtigung der Interessen dieser etablierten mittelständischen Unternehmen, mit anderen Worten: von der Wahl des Beteiligungswegs. Die anschließende erstmalige Untersuchung der Einstellung etablierter Mittelstandsunternehmen zur Finanzierung mit Venture Capital verfolgt daher das Ziel, durch Ausloten dieser Einstellung einen für beide Parteien akzeptablen und attraktiven Beteiligungsweg zu finden.

147 Zur Bereitschaft der Venture Capital-Gesellschaften auf etablierte mittelständische Unternehmen zuzugehen siehe auch: Kaminski, Ralf (1988): "Venture Capital - Risikokapital für innovative mittelständische Unternehmen", Spardorf, S. 43-55 (Verlagsveröffentlichung voraussichtlich im 3. Quartal 1988).

4. VENTURE CAPITAL UND MITTELSTÄNDISCHE UNTERNEHMEN - BERICHT ÜBER EINE EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG

Stellvertretend für den etablierten Mittelstand in der Bundesrepublik wurde der im Anhang 1 abgedruckte Fragebogen insgesamt 1.701 in der "Arbeitsgemeinschaft Selbständiger Unternehmer e.V. (ASU), Bonn" organisierten Industrieunternehmen mit mehr als 20 Beschäftigten zugesandt. 304 haben durch die Rückgabe eines ausgefüllten Fragebogens an der Aktion teilgenommen; dies entspricht einer Rücklaufquote von knapp 18% ¹⁴⁸.

4.1 Einstellung mittelständischer Unternehmen zur Finanzierung mit Venture Capital - Ergebnisse einer Befragung von in der "Arbeitsgemeinschaft Selbständiger Unternehmer (ASU), Bonn" organisierten Unternehmen

Eine kurze grundauszählungsähnliche Darstellung der Stammdaten der antwortenden ASU-Unternehmen leitet im folgenden aus Gründen der Information und der Vollständigkeit die Analyse der Einstellung der 304

148 Statistischer Vorbehalt: Da es sich weder bei der Gesamtmenge der 1.701 angeschriebenen Industrieunternehmen noch bei den 304 Antworten um eine im statistischen Sinne "repräsentative Zufallsstichprobe" handelt, bleiben die folgenden Aussagen auf den Beobachtungsbereich dieser 304 Unternehmen beschränkt. Siehe zur gebotenen Aussagenbeschränkung auf den Beobachtungsbereich auch: Benninghaus, H. (1976): "Statistik für Soziologen 1 - Deskriptive Statistik", 2. Aufl., Stuttgart, S. 14 f.

mittelständischen Unternehmen zur Finanzierung mit Venture Capital ein.

4.1.1 Spezifika der antwortenden ASU-Unternehmen

Tabelle 4 zeigt die Verteilung der antwortenden ASU-Unternehmen nach Umsatzklassen.

Umsatz in Mio DM	Unternehmen	
	<u>absolut</u>	<u>in %</u>
unter 5	18	5,9
5 bis 19	85	28,0
20 bis 49	94	30,9
50 bis 99	42	13,8
100 und mehr	60	19,7
Keine Angabe	5	1,6

Σ 304

Tab. 04: Verteilung der antwortenden ASU-Unternehmen
nach Umsatzklassen

Bei der Rechtsform (Tabelle 5) dominieren eindeutig die GmbH, die GmbH & Co KG und die KG. (Alle 7 Aktiengesellschaften geben im übrigen Umsätze von über DM 100 Mio an.)

Unternehmen		
Rechtsform	<u>absolut</u>	<u>in %</u>
AG	7	2,3
GmbH	99	32,6
GmbH & Co KG	130	42,8
Einzelunternehmen	13	4,3
OHG	3	1,0
KG	50	16,4
Keine Angabe	2	0,7

Σ 304

Tab. 05: Anteil der Unternehmen nach Rechtsformen

Die Präferenz für Rechtsformen mit Haftungsbegrenzung wird auch dadurch deutlich, daß von den 15 antwortenden Unternehmen, die 1980 oder später gegründet wurden, nur die GmbH (12mal) und die GmbH & Co KG (3mal) als Rechtsform gewählt worden sind.

In der wirtschaftlichen Entwicklung zeigen die Unternehmen erwartungsgemäß erhebliche Unterschiede, wenn auch nicht zu übersehen ist, daß die antworten-

den Unternehmen -wie generell die ASU-Mitgliedsfirmen- bessere Ergebnisse aufweisen als der Durchschnitt der Wirtschaft.¹⁴⁹

Umsatzwachstum

In den letzten 5 Jahren, die gesamtwirtschaftlich durch eher mäßige Wachstumsraten geprägt waren, haben nur 18 Unternehmen eine Umsatzschrumpfung hinnehmen müssen, während immerhin 105 Firmen (35% von 304) ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum zwischen 6 % und 10% und 53 Firmen (17% von 304) sogar ein Wachstum von über 10% erzielen konnten. Dabei zeigt sich, daß größere Unternehmen etwas schneller wachsen als kleinere. Mit zunehmendem Unternehmensalter nimmt dagegen die Wachstumsrate ab; neugegründete Unternehmen können ihren Umsatz am schnellsten erhöhen.

Im Verhältnis zur Branche schätzten nur 12 Unternehmen (4%) ihr Umsatzwachstum niedriger, 143 Unternehmen (48%) dagegen höher ein; die übrigen Firmen nehmen an, im Gleichschritt mit der Branche zu wachsen.

149 Vgl. hierzu: Rehkugler, Heinz (1987): "ASU-Unternehmen als Positivauslese", in: Unternehmer, 35. Jg., Nr. 7 - Juli, S. 11-14.

Eigenkapitalrendite

Auch die im Durchschnitt der letzten 5 Jahre erzielten Eigenkapitalrenditen (vor Steuern) können insgesamt als durchaus zufriedenstellend eingestuft werden (vgl. Tabelle 6), wenn auch etwa 30% der Unternehmen eine Verzinsung von nur 5% und weniger erreichten. Auch bei der Rendite (im Verhältnis zur Branche) liegen nur 34 Firmen (11% von 304) unter, dagegen 132 (43% von 304) über dem Branchenergebnis.

Unternehmen

EK-Rendite in %	<u>absolut</u>	<u>in %</u>
unter 0	12	3,9
0 bis 5	81	26,6
6 bis 10	67	22,0
11 bis 20	66	21,7
über 20	70	23,0
Keine Angabe	8	2,6

Σ 304

Tab. 06: Verteilung der Eigenkapitalrenditen

R 8	DURCHSCHN. EIGENKAPITALRENDITE IN %									
	BIS 5					UEBER 10				
R 6	N					N				
	%					%				
GESAMT										
DURCHSCHN. UMSATZWACHSTUM IN %										
BIS 5	54	46.7	24	17.5	49	35.7	137	100.0		
UEBER 10	18	17.1	38	36.1	49	46.6	105	100.0		
GESAMT	92	31.3	67	22.8	134	45.7	293	100.0		

Chi-Quadrat = 42.84584 bei 4 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0000

Tab. 07: Kreuztabulation von "durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum in den letzten 5 Jahren" und "durchschnittliche (Eigenkapital)EK-Rendite (vor Steuern) der letzten 5 Jahre" (R6 mit R8)

Während nur ein leichter positiver Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Rendite festzustellen ist, zeigt Tabelle 7 ¹⁵⁰ eine deutliche Korrelation von Umsatzwachstum und Rendite.

Eigenkapitalquote

Tabelle 8 folgend, liegen die befragten ASU-Mitgliedsfirmen überwiegend nahe bei oder über der von der Deutschen Bundesbank für 1986 geschätzten Eigenkapitalquote aller Unternehmen von 19% ¹⁵¹. Allerdings weisen 30 Unternehmen eine Eigenkapitalquote von weniger als 10% und 7 Unternehmen gar ein negatives Eigenkapital aus.

150 Mögliche Differenzen bei der Addition der Prozentzahlen auf 100% erklären sich aus vom Computer-Programm nicht exakt vorgenommenen Rundungen. Dies gilt für die im Text abgebildeten Kreuztabulationen wie für die zahlreichen Tabellen im Anhang 2.

151 Vgl. Deutsche Bundesbank (1987): "Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse der Unternehmen im Jahre 1986", in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 39. Jg., Nr. 11 - November, S. 19.

Eigenkapitalquote	Unternehmen	
	<u>absolut</u>	<u>in %</u>
EK negativ	7	2,3
0% bis 10%	30	9,9
11% bis 20%	56	18,4
21% bis 30%	88	28,9
31% bis 50%	77	25,3
über 50%	43	14,1
Keine Angabe	3	1,0

Σ 304

Tab. 08: Verteilung der Eigenkapitalquoten

Nicht überraschend ist, daß Unternehmen mit hoher Rendite bessere Eigenkapitalquoten aufweisen als renditeschwache. Ebenso entspricht den gängigen Vorstellungen, daß mit zunehmender Unternehmensgröße die Eigenkapitalquote tendenziell besser ist. Dagegen erstaunt, daß die Entwicklung der Eigenkapitalquote auch mit dem Umsatzwachstum stark korreliert. Tabelle 9 belegt, daß viele Unternehmen mit mittlerem und hohem Umsatzwachstum (und damit hohem Finanzierungsbedarf) ihre Eigenkapitalquote verbessern konnten.

V 11	ENTWICKLUNG DER EIGENKAPITALQUOTE									
	GESCHRUMPT		GLEICH		GESTIEGEN		GESAMT			
V 6	N	%	N	%	N	%	N	%		
DURCHSCHN.										
UMSATZWACHSTUM IN %										
UNTER 0	6	33.3	9	50.0	3	16.6	18	100.0		
0 BIS 5	42	34.4	45	36.8	35	28.6	122	100.0		
6 BIS 10	21	19.8	34	32.0	51	48.1	106	100.0		
11 BIS 20	6	15.7	15	39.4	17	44.7	38	100.0		
ÜBER 20	2	14.2	6	42.8	6	42.8	14	100.0		
GESAMT	77	25.8	109	36.5	112	37.5	298	100.0		

Chi-Quadrat = 17.69881 bei 8 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0236

Tab. 09: Kreuztabulation von "durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum in den letzten 5 Jahren" und "Entwicklung der (Eigenkapital)EK-Quote in den letzten 5 Jahren" (V6 mit V11)

Dagegen waren jüngere Unternehmen (nach 1980 gegründet) wenig in der Lage, ihre Eigenkapitalquote zu erhöhen (nur 20% gestiegen, aber 47% geschrumpft). Bei den Rechtsformen zeigen die GmbH sowie die GmbH & Co KG die ungünstigste Entwicklung, während die AG (70% gestiegen) und die KG (53% gestiegen) ihr Eigenkapital am meisten zu steigern vermochten.

Insgesamt konnten von den 304 antwortenden ASU-Firmen immerhin 114 (37,5%) in den letzten 5 Jahren ihre Eigenkapitalquote steigern, während bei nur 79 Unternehmen (26%) das Eigenkapital geschrumpft ist. Es konnten vor allem solche ihre Eigenkapitalquote verbessern,

- die eine hohe Rendite erwirtschaften,
- deren Rendite besser ist als der Branchendurchschnitt,
- die größer sind.

Während schließlich 55% der Unternehmen ihre Eigenkapitalquote für ausreichend einschätzen, halten sie 41% für zu niedrig und nur 4% für zu hoch. Hier besteht also bei vielen Firmen durchaus Handlungsbedarf. Erstaunlicherweise schätzen dabei 12% der Firmen mit 31%-50% Eigenkapital diese Quote für zu niedrig ein, während immerhin 23% der Unternehmen mit 0%-10% Eigenkapital ihre Quote für ausreichend halten.

4.1.2 Einstellung zur Venture-Finanzierungstechnik

Der Begriff "Venture Capital" bezeichnet einen Lösungsvorschlag für die Finanzierungsprobleme technologisch innovativer junger, kleiner und mittlerer Unternehmen. Die Venture-Nachfrage und die Einstellung zur Venture-Technik werden daher wesentlich beeinflusst von dem Gewicht, daß diesem Finanzierungsproblem im Vergleich zu anderen Innovationshemmnissen zukommt.

Innovationshemmnis "Unzureichendes Finanzierungspotential"

In der Skala der von den 304 Unternehmen gewichteten Innovationshemmnisse rangieren "Unzureichendes Finanzierungspotential" und "Schwierigkeiten, Innovationen in marktfähige Produkte umzusetzen" gemeinsam mit einem mittleren Gewicht hinter den größeren Hemmnissen "Mangel an geeignetem Personal/Arbeitsüberlastung" und "Unsichere Ertragsaussichten des Projekts". Geringe Bedeutung haben dagegen die Hemmnisse "Mangel an Kooperationsmöglichkeiten/Innovationsberatung" und "Frühere Mißerfolge". Der Tabelle 10 ist zu entnehmen, daß die relative Bedeutung eines unzureichenden Finanzierungspotentials anscheinend abhängt vom Niveau der (Eigenkapital)EK-Rendite im Verhältnis zur Branche und von der Entwicklung der EK-Quote: mit steigender EK-Rendite sinkt die Zahl der Firmen, die diesem Argument "großes Gewicht" beimessen.

sen, von 46% auf 23%. Unternehmen mit gestiegener EK-Quote sehen in der Finanzierung eher ein geringes Hemmnis, bei geschrumpfter EK-Quote kommt ihr häufiger großes Gewicht zu.

Die hohe Bedeutung eines unzureichenden Finanzierungspotentials als Innovationshemmnis, die in der Diskussion um (Venture Capital)VC eine große Rolle spielt, ist vor dem Hintergrund dieser Antworten wohl zu relativieren. Damit erscheint es auch plausibel, daß die Anzahl der Motivnennungen *pro* VC in der Spalte "Geringes Gewicht" am niedrigsten ausfällt und dort das Argument *contra* VC "Andere Finanzierungsmöglichkeiten ausreichend vorhanden" am höchsten ist.

Unternehmen (absolut/in %)
Gewicht
großes mittleres geringes

Durchschnittl. EK-Rendite
(vor Steuern) im Verhältnis
zur Branche

- niedriger	12/46,2%	11/42,3%	3/11,5%
- gleich	27/31,8%	39/45,9%	19/22,3%
- höher	21/22,6%	29/31,2%	43/46,2%

Entwicklung der EK-Quote
in den letzten 5 Jahren

- geschrumpft	26/45,6%	17/29,8%	14/24,6%
- gleich geblieben	18/21,7%	32/38,5%	33/39,8%
- gestiegen	22/25,0%	39/44,3%	27/30,7%

Argumente pro Venture Capital

Bonitätsverbesserung wegen zusätzl. Haftkapital	31/40,8%	30/39,5%	15/19,7%
--	----------	----------	----------

Chance, Innovations- projekte eher zu realisieren	38/34,8%	49/45,0%	22/20,2%
---	----------	----------	----------

Argumente contra Venture Capital

Andere Finanzierungs- möglichkeiten aus- reichend vorhanden	29/21,5%	43/31,8%	63/46,7%
---	----------	----------	----------

Tab. 10: Innovationshemmnis "Unzureichendes Finanzierungspotential".

Argumente pro und contra Venture Capital

Auf die Frage nach möglichen Motiven, sich für Venture Capital zu entscheiden, dominiert insgesamt die Antwort "Chance, Innovationsprojekte eher zu realisieren" (123 Nennungen, 40,5% der Unternehmen). Wesentliche positive Aspekte werden auch in einem Zugewinn an Management-Kapazität (108/35,5%), in der Verringerung des Investitionsrisikos durch zusätzliche Prüfungen (87/28,6%) und in der Verbesserung der Bonität (86/28,3%) gesehen.

Am häufigsten genannte Argumente *gegen* eine Beteiligung einer Venture-Gesellschaft sind ausreichende andere Finanzierungsmöglichkeiten (176/ 57,9%), die nicht erwünschte Erweiterung des Gesellschafterkreises (166/54,6%) und Informationsmangel (98/32,2%) über die Anforderungskriterien. Dagegen haben die Furcht vor Indiskretionen (30/9,9%) und die Verfügung über ausreichende eigene Innovationskapazitäten (35/11,5%) nur geringe Bedeutung für die bisherige Ablehnung von Venture Capital.

Die in der Tabelle 11 vorgenommene Gegenüberstellung zeigt zwar eine mit zunehmender Umsatzgröße schwach abnehmende Bedeutung der Argumente "Bonitätsverbesserung" und "Geringeres Investitionsrisiko", für die sich aber keine statistische Signifikanz ergeben hat. Demgegenüber scheint ein deutlicher Zusammenhang zwischen einem Informationsmangel und der Umsatzgröße zu existieren: je geringer das Umsatzvolumen, desto öfter zeigt sich ein Informationsdefizit.

Unternehmen gesamt In 1	Umsatz in Mio DM					Durchschnittl. EK-Rendite im Verhältnis zur Branche ./.. +	Entwicklung der EK-Quote in den letzten 5 Jahren ./.. +				
	unter 5	5 bis 19	20 bis 49	50 bis 99	100 und mehr						
6,08	28,48	31,48	14,08	20,18	12,78	37,88	49,48	26,28	36,18	37,78	
Argumente pro VC											
Bonitätsverbesserung w. zusätzl. Haftekapital	4	29	26	14	11	20	33	21	33	32	20
	4,88	34,58	31,08	16,68	13,18	27,08	44,68	28,48	38,88	37,78	23,58
geringeres Investitionsrisiko w. zusätzl. Rentabilitätssteigerung	5	27	31	14	10	8	31	37	32	28	26
	5,88	31,08	35,68	16,18	11,58	10,58	40,88	48,78	36,88	33,38	29,98
Argumente contra VC											
Informationsmangel	8	39	30	13	6	14	41	36	32	28	37
	8,38	40,68	31,38	13,58	6,38	15,48	45,08	39,68	33,08	28,98	38,18
Andere Finanzierungs- möglichkeiten aus- reichend vorhanden	7	46	54	29	39	11	55	89	37	62	76
	4,08	26,38	30,88	16,68	22,38	7,18	35,58	57,48	21,28	35,48	43,48
Gesellschaftliche Rolle soll nicht erweitert werden	4	43	53	27	36	19	43	85	38	56	70
	2,48	26,48	32,58	16,68	22,18	12,98	29,38	57,88	23,28	34,18	42,78
./.. - niedriger/gleichwertig ./.. + - gleich/gleich geblieben + - höher/gelegen											

Tab. 11: Argumente pro und contra Venture Capital (VC)

Wie Tabelle 12 zeigt, besteht bei rund 45% der Antworten, die sich wegen eines Zugewinns an Management-Kapazität und der Aussicht auf vorzeitige Innovationsrealisierung für eine Zusammenarbeit mit einer Venture-Gesellschaft entscheiden könnten, ein Informationsbedarf. Tabelle 11 deutet auch auf eine Interdependenz zwischen der relativen EK-Rendite und der Einstellung zur Venture-Finanzierung hin: ist die Rendite höher als der Branchendurchschnitt, gewinnen die contra-Argumente "Andere Finanzierungsmöglichkeiten vorhanden" und "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" an Gewicht. Bei der "Entwicklung der EK-Quote in den letzten 5 Jahren" wird die bisherige Zugeknöpftheit der eigenkapitalstarken Unternehmen gegenüber Venture Capital bestätigt: die pro-Argumente verlieren bei ihnen an Boden.

	Keine Nennung	Unternehmen mit Infor- mations- mangel
	<u>absolut/in %</u>	<u>absolut/in %</u>
Argumente pro Venture Capital		
Zugewinn an Management- Kapazität, Innovations-/ Vermarktungs-Know-how	58/54,2%	49/45,8%
Chance, Innovations- projekte eher zu realisieren	69/56,6%	53/43,4%

Tab. 12: Einstellung zur Venture-Finanzierung in Abhängigkeit vom Informationsstand.

Beteiligung der Venture-Gesellschaft

Für die weitere Entwicklung der Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik ist es mit entscheidend, inwieweit es gelingt, die Reserviertheit der kapital- und renditestarken Unternehmen gegenüber der Venture-Technik zu modifizieren. Dies wird sicher auch von der realisierbaren Organisationsform, d.h. der Art der Beteiligung der Venture-Gesellschaft abhängen.

	Beteiligung am bestehenden Unternehmen <u>absolut/in %</u>	Spezielle gemeinsame Neugründung <u>absolut/in %</u>
alle Unternehmen	78/33,9%	152/66,1%
Durchschnittl. EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche		
- niedriger	15/51,7%	14/48,3%
- gleich	29/34,9%	54/65,1%
- höher	25/27,5%	66/72,5%
Argument contra Venture Capital		
Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden	31/23,8%	99/76,2%

Tab. 13: Gewünschte Form der Beteiligung der Venture-Gesellschaft.

Tabelle 13 zeigt, daß etwa zwei Drittel der dazu antwortenden Unternehmen eine spezielle gemeinsame Neugründung favorisieren würden, nur ein Drittel zieht die Beteiligung am bestehenden Unternehmen vor.

Sie deutet auch ein mit steigender EK-Rendite wachsendes Interesse an, die Zusammenarbeit mit einer Venture-Gesellschaft über eine spezielle gemeinsame Neugründung zu erproben. Insbesondere die Unternehmen, die der Venture-Technik mit dem Argument "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" skeptisch gegenüberstehen, scheinen für den Fall eines Zusammengehens mit einer Venture-Gesellschaft eine spezielle gemeinsame Neugründung eindeutig zu präferieren. Sollten andere empirische Untersuchungen dies bestätigen, wäre diese Erkenntnis ein interessanter Anknüpfungspunkt für die hiesigen Venture-Gesellschaften.

Als Rechtsform würden die antwortenden Unternehmen die GmbH, die Stille Gesellschaft oder die Einräumung eines beteiligungsähnlichen Darlehens präferieren, während die Vergütung der Management-Unterstützung nach Möglichkeit ganz (142/58%), zumindest aber teilweise erfolgsabhängig sein sollte (91/37%). Nur 12 Unternehmen (5%) plädieren für eine erfolgsunabhängige Vergütung. Über 80% wären zudem zur regelmäßigen Berichterstattung über die Unternehmensentwicklung bereit, wobei - allerdings auf hohem Niveau - die Bereitschaft hierzu abzunehmen scheint, wenn die EK-Quote in den letzten Jahren gestiegen ist (Tabelle 14). Ein Drittel würde der Venture-Gesellschaft

	Würden Sie der Venture-Gesellschaft regelmäßig Bericht erstatten über die Unternehmensentwicklung?		Würden Sie bei Ausstieg der Venture-Gesellschaft einer Umwandlung Ihres Unternehmens in eine Aktiengesellschaft ggf. zustimmen?	
	<u>Keine Angabe</u>	<u>Bericht- erstattung</u>	<u>Keine Angabe</u>	<u>Zustimmung</u>
alle Unternehmen	44/18,1%	199/81,9%	195/79,0%	51/21,0%
Entwicklung der EK-Quote in den letzten 5 Jahren:				
- geschrumpft	8/11,4%	62/88,6%	47/67,1%	23/32,9%
- gleich geblieben	12/14,3%	72/85,7%	71/81,6%	16/18,4%
- gestiegen	14/27,0%	65/73,0%	77/86,5%	12/13,5%

Tab. 14: Bereitschaft zur regelmäßigen Berichterstattung an die Venture-Gesellschaft und zur Umwandlung des eigenen Unternehmens in eine Aktiengesellschaft bei Ausstieg derselben.

unternehmerische Mitentscheidung gemäß Beteiligungsquote zugestehen.

Verwendung von Venture Capital

Aufschlußreich ist ebenfalls die Beantwortung der Fragen nach der möglichen Verwendung von bereitgestelltem Venture Capital. Die meisten hierzu antwortenden Unternehmen würden es zur Finanzierung des Unternehmenswachstum (118/51,1%) verwenden. Die Phase der Markteinführung wird von 93 Unternehmen (40,3%), die Produktions(serien)vorbereitung von 69 Unternehmen (29,9%), die Finanzierung von Prototypen von 52 Unternehmen (22,5%) und die Finanzierung von Exportvorbereitungen von 41 Unternehmen (17,7%) genannt. Damit wird deutlich, daß bei einer Beteiligung an angeführten Unternehmen die Venture-Gesellschaften überwiegend keine nur äußerst schwer abwägbaren Entwicklungsrisiken eingehen müßten, sondern vor allem Marktrisiken mitzutragen hätten. Dies müßte eigentlich für die Venture-Gesellschaften durchaus attraktiv sein, mindert es doch erheblich das Beteiligungsrisiko.

	Nicht-Nennung der Phase <u>"Markteinführung"</u>	Nennung der Phase <u>"Markteinführung"</u>
Umsatz in Mio DM		
- unter 5	8/53,3%	7/46,7%
- 5 bis 19	33/46,5%	38/53,5%
- 20 bis 49	44/57,9%	32/42,1%
- 50 bis 99	20/71,4%	8/28,6%
- 100 und mehr	30/78,9%	8/21,1%
Argumente pro Venture Capital		
Zugewinn an Management- Kapazität, Innovations-/ Vermarktungs-Know-how	49/49,0%	51/51,0%
geringeres Investitions- risiko durch zusätzl. Rentabilitätsprüfung	41/50,0%	41/50,0%

Tab. 15: Verwendung von Venture Capital zur Markteinführung innovativer Produkte.

Während der Bedarf an Finanzierung des Umsatzwachstums über die Größenklassen in etwa gleich verteilt ist, nährt Tabelle 15 die Vermutung einer Wechselbeziehung zwischen dem Umsatz und einem Finanzierungsbedarf in der Phase der Markteinführung innovativer Produkte: je niedriger die Umsätze, desto öfter wird diese Phase genannt.

Auffällig ist zudem, daß die Argumente pro Venture Capital "Zugewinn an Management-Kapazität" und "Geringeres Investitionsrisiko" jeweils zu 50% im Zusammenhang mit der Markteinführung genannt werden. Ebenfalls unter der Einschränkung, daß diese Beobachtung weiterer empirischer Erhärtung bedarf, wäre trotz der zahlreichen Finanzierungsalternativen eine "Bedarflücke" ausfindig gemacht, für deren Ausfüllung Venture-Gesellschaften aufgrund ihrer Dienstleistungskombination von Finanzierung und Management-Unterstützung geradezu prädestiniert wären.

Ausstieg der Venture-Gesellschaft

Die Beantwortung der Fragen zum Ausstieg der Venture-Gesellschaft ergibt ein Zweidrittel-Votum für ein Vorkaufsrecht der verbleibenden Gesellschafter; ein Drittel besteht sogar auf einem Vetorecht. Überrascht hat in diesem Zusammenhang die mögliche Interdependenz zwischen "Entwicklung der Eigenkapitalquote" und dem Einverständnis zur Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft. Tabelle 14 läßt erkennen, daß Unternehmen mit gestiegener EK-Quote deutlich weniger zur Umwandlung in eine Aktien-

gesellschaft bereit wären als Unternehmen mit geschrumpfter EK-Quote.

Zusammenfassende Aussagen

Eine erste Auswertung der Fragen/Antworten zur Einstellung zur Venture-Finanzierung erlaubt für den Beobachtungskreis der 304 antwortenden ASU-Unternehmen folgende zusammenfassende Aussagen:

1. Das Innovationshemmnis "Unzureichendes Finanzierungspotential" besitzt offenbar nur ein mittleres Gewicht, insbesondere bei Unternehmen mit hoher relativer EK-Rendite und gestiegener EK-Quote.
2. Ein Informationsmangel bezüglich der Innovationsfinanzierung mittels Venture Capital ist vor allem bei kleineren Unternehmen festzustellen.
3. Mit hoher relativer Rendite gewinnen Argumente contra Venture Capital, bei schrumpfender Eigenkapitalquote gewinnen Argumente pro Venture Capital anscheinend an Boden.
4. Die Reserviertheit gegenüber der Venture-Finanzierung besteht wohl vor allem bei einer Beteiligung am bestehenden erfolgreich arbeitenden Unternehmen. Für den Fall einer speziellen gemeinsamen Neugründung scheint die Bereitschaft zur Zusammenarbeit mit einer Venture-Gesellschaft wesentlich höher.
5. Eine "Bedarfs-/Einstieglücke" für Venture-Gesellschaften hinsichtlich Finanzierung und Management-Unterstützung zeigt sich offenbar im Bereich kleinerer Unternehmen bei der Finanzierung der Markt-

einführung innovativer Produkte bei gleichzeitigem Bedarf an strategischem Vermarktungs-Know-how.

6. Für den Fall des Ausstiegs einer Venture-Gesellschaft wird der Rückkauf der Anteile gegenüber einer Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und einer anschließenden Börseneinführung deutlich vorgezogen.

In diesen Statements spiegelt sich im Großen und Ganzen die auf die Abschlußfrage "Wie beurteilen Sie die künftigen Möglichkeiten der Venture-Finanzierung für Ihr Unternehmen?" geäußerte skeptische Grundeinstellung wider. Nur 58 Unternehmen (21%) gaben Punktwerte zwischen 5 und 10 auf der von 0 bis 10 reichenden Skala, sehen also eine höhere bis große Bedeutung dieser Finanzierungsquelle, während immerhin 55 Unternehmen (20%) ihr gar keine und 160 (59%) ihr nur eine geringe bis mittlere Bedeutung (=0 Punkte bzw. 1 bis 4 Punkte) zumessen. Aber die Statements 4 und 5 dieser Zusammenfassung zeigen auch, daß Venture Capital nicht obsolet ist.

4.2 Spezielle gemeinsame Neugründungen - von den antwortenden ASU-Unternehmen gewünschte Kooperationsbasis

Wie bereits auf Seite 132 angesprochen, ist es für die weitere Entwicklung der Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik mit entscheidend, inwieweit es den hiesigen Venture-Gesellschaften gelingt, das Interesse der kapital- und renditestarken Unternehmen des

innovativen Mittelstands für sich zu gewinnen. Die Tabelle 16 zeigt noch einmal ausführlich den schon auf Seite 133 f erwähnten Zusammenhang zwischen der relativen Renditesituation und dem Wunsch nach einer speziellen gemeinsamen Neugründung: je höher die "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" (Variable 9) ausfällt, desto häufiger besteht bei einer Venture-Finanzierung der Wunsch nach einer speziellen gemeinsamen Neugründung (Variable 55).

Eine ähnliche Tendenz zur Neugründung ergibt sich in Abhängigkeit von der Einstellung zur Erweiterung des Gesellschafterkreises (Tabelle 17): je öfter das Motiv contra VC "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" (Variable 45) genannt wird, desto häufiger wird für den Fall einer Venture Capital-Finanzierung eine spezielle gemeinsame Neugründung mit der Finanzierungsgesellschaft präferiert (Variable 55).

Tabelle 18 ist nun zu entnehmen, daß auch die Variablen 9 und 45 miteinander korrelieren (je höher die EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche, desto häufiger das contra VC-Motiv "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden"). Daher bietet es sich an, ausschließlich für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Variablen 55 die Variablen 9 und 45 miteinander zu verbinden. Das Ergebnis dieser "3-fach" Tabulation ist Tabelle 19 zu entnehmen. Da sich die Korrelation der Variablen 9 und 45 (vgl. Tabelle 18) unter der Antwortmöglichkeit

"spezielle gemeinsame Neugründung" der Variablen 55 bestätigt, kann festgestellt werden:

A: je höher die EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche, desto häufiger das contra VC-Motiv "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" und desto eher der Wunsch, eine mögliche Kooperation mit einer Venture-Gesellschaft auf der Basis einer speziellen gemeinsamen Neugründung zu erproben.

V 9	V 55	VORGEZOGENE BETEILIGUNG DESI VC-FONDS							
		BESTEHENDES I UNTERNEHMEN				INEUGRUENDUNG			
		GESAMT							
RELATIVE EIGENE EIGENKAPITALRENDITE		N	%	N	%	N	%		
NIEDRIGER		15	51.7	14	48.2	29	100.0		
GLEICH		29	34.9	54	65.0	83	100.0		
HOEHER		25	27.4	66	72.5	91	100.0		
GESAMT		69	33.9	134	66.0	203	100.0		

Chi-Quadrat = 5.82114 bei 2 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0544

Tab. 16: Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und der Frage: "welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" (V9 mit V55)

V 55	VORGEZOGENE BETEILIGUNG DES VC-FONDS									
	BESTEHENDES UNTERNEHMEN					INEUGRUENDUNG				
	N	I	%	N	I	%	N	I	%	
V 45										
KEIN VC-INTERESSE W. NEUER TEILHABER										
KEINE NENNUNG	46		46.9	52		53.0	98		100.0	
GRUND-NENNUNG	31		23.8	99		76.1	130		100.0	
GESAMT	77		33.7	151		66.2	228		100.0	

Chi-Quadrat = 12.30995 (korrigiert) bei 1 Freiheitsgrad,
Signifikanz = 0.0005

Tab. 17: Kreuztabulation des contra VC-Motivs "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" und der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" (V45 mit V55)

V 9	V 45	KEIN VC-INTERESSE W. NEUER TEILHABER						KEINE NENNUNG GRUND-NENNUNG						GESAMT					
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
RELATIVE EIGENE																			
EIGENKAPITALRENDITE																			
NIEDRIGER		13	40.6	19	59.3							32	100.0						
GLEICH		53	55.2	43	44.7							96	100.0						
HÖHER		37	30.3	85	69.6							122	100.0						
GESAMT		103	41.2	147	58.8							250	100.0						

Chi-Quadrat = 13.73332 bei 2 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0010

Tab. 18: Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und dem contra VC-Motiv "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" (V9 mit V45)

VORGEZOGENE BETEILIGUNG DES VC-FONDS NEUGRÜNDUNG V 55

	V 45		KEIN VC-INTERESSE W. NEUER		V 55	
	TEILHABER		KEINE NENNUNG GRUND-NENNUNG		GESAMT	
V 9	N	X	N	X	N	X
RELATIVE EIGENE EIGENKAPITALRENDITE						
NIEDRIGER	3	21.4	11	78.5	14	100.0
GLEICH	29	53.7	25	46.2	54	100.0
HOHER	12	18.1	54	81.8	66	100.0
GESAMT	44	32.8	90	67.1	134	100.0

Chi-Quadrat = 17.91513 bei 2 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0001

Tab. 19: Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und dem contra VC-Motiv "Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden" für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" (V9 mit V45 für V55)

Interessant ist, daß sich die Aussage aus Tabelle 16 (je höher die EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche, desto eher der Wunsch nach einer speziellen gemeinsamen Neugründung) auch auf die EK-Quote übertragen läßt (siehe Tabelle 20). Das prozentuale Verhältnis der Antworten "bestehendes Unternehmen" zu "Neugründung" auf die Frage nach der präferierten Form der Zusammenarbeit verschiebt sich von 47,5 % : 52,5 % bei steigender EK-Quote zugunsten der Neugründung auf rund 26 % : 74 %. Mit anderen Worten: je höher die EK-Quote, desto häufiger besteht der Wunsch nach einer speziellen gemeinsamen Neugründung als Kooperationsbasis. Aufbauend auf Tabelle 16 (Korrelation der Variablen V9 mit V55) und der Tabelle 20 (Korrelation der Variablen R10 mit V55) ist es naheliegend, die "EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" (Variable V9) mit der "EK-Quote" (Variable R10) zu verbinden (Tabelle 21). Es ist nicht überraschend, daß Unternehmen mit hoher Rendite bessere EK-Quoten aufweisen als renditeschwache. Es zeigt sich ein aufsteigender diagonaler Trend: von 18 über 38 auf 75 Unternehmen. Da sowohl die Variablen V9 und R10 mit der Variablen V55, als auch untereinander korrelieren, bietet sich hier ebenfalls eine "3-fach" Tabulation von V9 mit R10 für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Variablen V55 an. Das Resultat ist Tabelle 22 zu entnehmen:

B: je höher die EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche und je höher die EK-Quote, desto eher der Wunsch, eine mögliche Kooperation mit einer Venture-Gesellschaft auf der Basis einer speziellen gemeinsamen Neugründung zu erproben.

R 10	V 55	VORGEZOGENE BETEILIGUNG DES VC-FONDS									
		BESTEHENDES UNTERNEHMEN					NEUGRUENDUNG				
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
EIGENE											
EIGENKAPITALQUOTE											
BIS 20%		38	47.5	42	52.5			80	100.0		
21% BIS 30%		20	28.5	50	71.4			70	100.0		
UEBER 30%		20	25.9	57	74.0			77	100.0		
GESAMT		78	34.3	149	65.6			227	100.0		

Chi-Quadrat = 9.56504 bei 2 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0084

Tab. 20: Kreuztabulation von "EK-Quote" und der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" (R10 mit V55)

V 9	R 10	EIGENE EIGENKAPITALQUOTE									
		BIS 20%					21% BIS 30%				
		UEBER 30%					GESAMT				
		N	x	N	x	N	x	N	x	N	x
RELATIVE EIGENE EIGENKAPITALRENDEITE											
NIEDRIGER		18	54.5	9	27.2	6	18.1	33	100.0		
GLEICH		38	37.6	38	37.6	25	24.7	101	100.0		
HOEHER		25	18.9	32	24.2	75	56.8	132	100.0		
GESAMT		81	30.4	79	29.6	106	39.8	266	100.0		

Chi-Quadrat = 36.46896 bei 4 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0000

Tab. 21: Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und der "EK-Quote" (V9 mit R10)

VERGEGEBENE BETEILIGUNG DES VC-FONDS NEUGRÜNDUNG V 55

	R 10									
	EIGENE EIGENKAPITALQUOTE									
	915	204	214	315	304	UEGER	304	GESAMT		
V 9	N	4	N	4	N	4	N	4	N	4
RELATIVE EIGENE EIGENKAPITALRENDITE										
MITLRIGER	2	61.5	5	38.4				13	100.0	
GLEICH	19	35.1	23	42.5	12	22.2	54	100.0		
HÖHER	11	16.6	18	27.2	37	56.0	66	100.0		
GESAMT	30	28.5	46	34.5	49	36.8	133	100.0		

Chi-Quadrat = 25.66246 bei 4 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0000

Tab. 22: Kreuztabulation von "durchschnittliche EK-Rendite (vor Steuern) im Verhältnis zur Branche" und der "EK-Quote" für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" (V9 mit R10 für V55)

Nach Herausarbeitung der "3-fach" Tabulationsergebnisse A und B bleibt die Frage offen: Welche Einstellung besitzen unter dem Aspekt der präferierten speziellen gemeinsamen Neugründung die Unternehmen des Beobachtungskreises zur Venture-Technik? Aus Tabelle 20 ist bereits bekannt, daß bei höherer EK-Quote häufiger der Wunsch nach einer speziellen gemeinsamen Neugründung als Unternehmensbasis für eine mögliche Kooperation mit einer Venture-Gesellschaft auftritt (Korrelation von R10 mit V55).

Tabelle 23 gibt nun Auskunft über die Beziehung zwischen den Fragen nach der Venture Capital-Relevanz für das eigene Unternehmen (Variable R68) und der vorgezogenen Beteiligung des VC-Fonds (Variable V55). Es zeigt sich, daß die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" insbesondere von den Unternehmen genannt wird, die der Venture-Finanzierung für sich selbst keine oder nur eine geringe bis mittlere Relevanz zusprechen (siehe Prozentzahlen: 89,6 % und 67,8 %).

Es bleibt zu prüfen, um welche Unternehmen -EK-stark oder EK-schwach (und damit zugleich renditestark oder renditeschwach; vgl. Tabelle 21)- es sich hier handelt. Zu diesem Zweck werden in Tabelle 24 die Variablen "EK-Quote" (Variable R10) und "VC-Relevanz für das eigene Unternehmen" (Variable R68) zueinander in Beziehung gesetzt. Eindeutig ist zu erkennen, daß Venture Capital umso geringere Bedeutung für Unternehmen hat, je EK-stärker das Unternehmen ist. Dieses Ergebnis hat auch unter dem besonderen Aspekt der präferierten "speziellen gemeinsamen

Neugründung" (Variable V55) Bestand. Siehe hierzu die "3-fach" Tabulation in Tabelle 25:

C: je höher die EK-Quote, desto eher besitzt Venture Capital für das antwortende Unternehmen keine oder nur eine geringe bis mittlere Relevanz und desto eher der Wunsch, eine mögliche Kooperation mit einer Venture-Gesellschaft auf der Basis einer speziellen gemeinsamen Neugründung zu erproben.

V 55	VORGEZOGENE BETEILIGUNG DES VC-FONDS									
	BESTEHENDES UNTERNEHMEN					INEUGRUENDUNG				
	N	Σ	N	Σ	N	Σ	N	Σ	N	Σ
R 68										
VC-RELEVANZ FUER										
EIGENES UNTERNEHMEN										
KEINE	3	10.3	26	89.6	29	100.0				
GERING-MITTEL	47	32.1	99	67.8	146	100.0				
MICHEMER-GROSS	26	50.9	25	49.0	51	100.0				
GESAMT	76	33.6	150	66.3	226	100.0				

Chi-Quadrat = 14.05872 bei 2 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0009

Tab. 23: Kreuztabulation von "VC-Relevanz für das eigene Unternehmen" und der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" (R68 mit V55)

R 68	VC-RELEVANZ FÜR EIGENES UNTERNEHMEN									
	KEINE					IGERING-MITTELMÄßIGER-GROSS				
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
R 10										
EIGENE										
EIGENKAPITALQUOTE										
BIS 20%	6	7.1	49	58.3	29	34.5	84	100.0		
21% BIS 30%	18	21.9	47	57.3	17	20.7	82	100.0		
ÜBER 30%	31	29.8	61	58.6	12	11.5	104	100.0		
GESAMT	55	20.3	157	58.1	58	21.4	270	100.0		

Chi-Quadrat = 23.33687 bei 4 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0001

Tab. 24: Kreuztabulation von "EK-Quote" und der "VC-Relevanz für das eigene Unternehmen" (R10 mit R68)

VERZEUGENE BETEILIGUNG DES VC-FONDS NEUGRUENDUNG V 55

R 68	VC-RELEVANZ FUER EIGENES UNTERNEHMEN									
	KEINE					IGERING-MITTELHOEHER-GROSS				
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
R 10										
EIGENE										
EIGENKAPITALQUOTE										
BIS 20%	5	11.9	24	57.1	13	30.9	42	100.0		
21% BIS 30%	11	22.0	32	64.0	7	14.0	50	100.0		
UEBER 30%	10	18.1	40	72.7	5	9.0	55	100.0		
GESAMT	26	17.6	96	65.3	25	17.0	147	100.0		

Chi-Quadrat = 9.32799 bei 4 Freiheitsgraden,
Signifikanz = 0.0534

Tab. 25: Kreuztabulation von "EK-Quote" und der "VC-Relevanz für das eigene Unternehmen" für die Antwortmöglichkeit "spezielle gemeinsame Neugründung" der Frage: "Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?" (R10 mit R68 für V55)

Die Kombinationen der durch Kreuztabulation entstandenen bivariaten (zweidimensionalen) Tabellen führen zusammengefaßt zu dem Ergebnis, daß die antwortenden ASU-Unternehmen, die sich durch Kapital- und Renditestärke auszeichnen und von daher für die hiesigen Venture-Gesellschaften besonders attraktiv sind, dem Anschein nach nur dann zu einer Kooperation mit einer Venture-Gesellschaft bereit sind, wenn sich diese auf der Basis einer speziellen gemeinsamen Neugründung vollzieht. Dieses Ergebnis bestätigt und vertieft zugleich eine bereits vorab im Statement 4 (S. 139) geäußerte, ähnlich formulierte Vermutung.

5. SPEZIELLE GEMEINSAME NEUGRÜNDUNGEN ALS LANG- FRISTIGE CHANCE FÜR EINE EIGENSTÄNDIGE VENTURE- FINANZIERUNG IN DER BUNDESREPUBLIK

Mit der empirisch gewonnenen Anregung, Venture-Finanzierungen verstärkt auf der Basis einer speziellen gemeinsamen Neugründung anzubieten, ist den bundesdeutschen Venture Capital-Gesellschaften ein interessanter Weg für mehr Venture-Finanzierungsverträge mit den gerade unter dem Aspekt der Risikostreuung wichtigen kapital- und renditestarken Unternehmen des etablierten Mittelstands ausfindig gemacht. Obwohl diese Anregung der erstmaligen Analyse der Einstellung mittelständischer Unternehmen zur Finanzierung mit Venture Capital und damit der Nachfrageseite entstammt, offeriert sie auch den anbietenden Venture-Gesellschaften attraktive langfristige Chancen.

So geben die Antworten der 304 ASU-Unternehmen zur Verwendung von Venture Capital (S. 136) Anlaß zu der Vermutung, daß mit dem Abschluß von Finanzierungsverträgen auf der Basis spezieller gemeinsamer Neugründungen für die Venture Capital-Gesellschaften vor allem die Übernahme von Marktrisiken verbunden wäre, die eher überschaubar sind und ein Gegengewicht zu den äußerst schwer abwägbaren Entwicklungsrisiken aus möglichen anderen Engagements bilden würden. Doch sind spezielle gemeinsame Neugründungen für die Venture Capital-Gesellschaften nicht nur unter dem Aspekt der Risikostreuung interessant. Etablierte mittelständische Unternehmen werden in der Regel von Personen geleitet, die über langjährige Markterfah-

rungen verfügen und die aufgrund des erfolgreich arbeitenden, eigenen Unternehmens als qualifizierte Geschäftsführer ausgewiesen sind. Würde für eine spezielle gemeinsame Neugründung eine Personalunion mit dem etablierten, erfolgreich arbeitenden Unternehmen des Venture Capital-Nehmers vereinbart, würde dies zusätzlich den Zeitaufwand für die Management-Beratung/Unterstützung dieser Neugründungen verkürzen, was anderen "Erstgründern" im Portefeuille der Venture Capital-Gesellschaft zugute käme. Schließlich würden durch spezielle gemeinsame Neugründungen -im Unterschied zu Beteiligungen am bestehenden, rentabel arbeitenden Unternehmen- auch Bewertungsprobleme/-konflikte vermieden werden.

Insgesamt verspricht eine um die Variante "spezielle gemeinsame Neugründungen" explizit erweiterte Beteiligungsstrategie der Venture Capital-Gesellschaften nicht nur eine stärkere Breitenwirkung der Finanzierungsmethode Venture Capital. Zugleich würde sie das Bemühen der Venture Capital-Gesellschaften um ein hinsichtlich Branche, Projekt und Unternehmenstyp risikogestreutes und diversifiziertes Beteiligungsportefeuille wirkungsvoll unterstützen.

Doch nicht nur im Hinblick auf ein ausgewogenes "Firmen-Mix" im Beteiligungsportefeuille der Venture Capital-Gesellschaften verdient die empirisch gewonnene Anregung "spezielle gemeinsame Neugründungen" Aufmerksamkeit. Auf dem expandierenden Markt für Beteiligungskapital erfahren die Venture Capital-Gesellschaften in zunehmendem Maße Konkurrenz durch etablierte, risikofreudiger gewordene Kapitalbeteili-

gungsgesellschaften und durch Unternehmensbeteiligungsgesellschaften gegründet nach dem neuen Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG). Angesichts dieser Entwicklung sind die bundesdeutschen Venture Capital-Gesellschaften zunehmend gefordert, ihr eigenes Profil zu wahren und weiterzuentwickeln. In dieser Situation ist es aus unternehmensstrategischen Gründen notwendig, durch die rechtzeitige Definition und Ansprache einer Zielgruppe, ein spezifisches Erkennungsmerkmal gegenüber der Konkurrenz zu gewinnen. Für die bundesdeutschen Venture Capital-Gesellschaften könnte diese Zielgruppe insbesondere zwei Unternehmenstypen umfassen. Zum einen Gründungsfinanzierungen technologieorientierter Unternehmen, vermutlich verbunden mit schwer abwägbaren Entwicklungsrisiken, und -zwecks Risikokompensation- zum anderen spezielle gemeinsame Neugründungen mit den Unternehmen des etablierten Mittelstands, die prinzipiell eine Beteiligung am erfolgreich arbeitenden Unternehmen ablehnen, vermutlich verbunden mit eher kalkulierbaren Marktrisiken. Diese Kombination von Gründungsfinanzierungen technologieorientierter Unternehmen und speziellen gemeinsamen Neugründungen als Ausgründungen aus etablierten mittelständischen Unternehmen wäre ein erfolgversprechender Ansatz für eine auch in Zukunft eigenständige Venture-Finanzierung in der Bundesrepublik.

Doch nicht nur die auf der Ebene der Venture Capital-Gesellschaften vermuteten Vorzüge "ausgewogenes Beteiligungsportefeuille" und "Weiterentwicklung des eigenen Profils" sprechen für eine um die Variante "spezielle gemeinsame Neugründungen" explizit

erweiterte Strategie der Venture Capital-Gesellschaften bei der Unternehmensakquisition. Aus der mit speziellen gemeinsamen Neugründungen verbundenen Akzeptanzsteigerung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" bei mittelständischen Unternehmen, ist für die Venture-Technik vor allem eine Breitenwirkung zu vermuten, die auch aus gesamtwirtschaftlich/wirtschaftstheoretischer Perspektive wünschenswert ist.

Spezielle gemeinsame Neugründungen bieten ein erfolgversprechendes Medium zur Zusammenführung von bislang ungenutzten Venture Capital-Ressourcen mit bislang ruhenden Investitions-/Innovationsvorhaben mittelständischer Unternehmen. Dieses Zusammenführen würde nicht nur durch zeitliches Vorziehen von Investitions-/Innovationsprojekten den Strukturwandel in der Bundesrepublik forcieren, sondern würde den Venture Capital-Gesellschaften auch die aussichtsreiche Chance bieten, praktische Beweise für die Überlegenheit des Grundkonzepts der Venture Capital-Technik über bereits etablierte Alternativen der Innovationsfinanzierung zu sammeln. Langfristig würde dies die Attraktivität der Finanzanlage Venture Capital steigern, so daß sich spezielle gemeinsame Neugründungen als ein wichtiger Einstieg in eine intensivere Anwendung der Finanzierungsmethode "Venture Capital" in der Bundesrepublik erweisen könnten.

Die aus einer intensiveren Anwendung der Venture-Finanzierungstechnik langfristig zu erwartenden gesamtwirtschaftlichen Vorzüge, wurden bereits im Zuge der Beschreibung der der Venture-Finanzierung

auch in ausgewählten Wirtschaftstheorien zukommenden (Schlüssel)Rolle für mehr und solide finanzierte Investitionen/Innovationen angesprochen. (Siehe ausführlich Gliederungspunkte 2.1.4 - Schumpeter, 2.2.4 - Keynes und 2.3.5 - Minsky.) Das über die empirisch gewonnene Anregung "spezielle gemeinsame Neugründungen" vermutlich ausgelöste Mehr an Venture-Finanzierungen würde wirtschaftstheoretisch

- eine wichtige Finanzierungs(angebots)lücke für innovative, kleine und mittlere Unternehmen schließen, und -aufgrund des Eigenfinanzierungscharakters der Venture-Technik- diesen Unternehmen durch Umgehung zusätzlicher Kreditmarktrisiken darüber hinaus finanzielle Stabilität bringen,
- jungen, kleinen und mittleren Unternehmen die Realisierung risikoreicher, unter Umständen multiplikatorintensiver Projekte ermöglichen, die andernfalls aufgrund ihnen fehlender langfristiger, liquiditätsschonender und risikobereiter 'finance' unterlassen worden wären,
- innovationsstimulierend wirken (innovative Projekte könnten zeitlich eher umgesetzt werden) und den ökonomischen Strukturwandel forcieren.

Damit unterstützen neben den auf der Ebene der Venture Capital-Gesellschaften vermuteten Vorzügen "ausgewogenes Beteiligungsportefeuille" und "Weiterentwicklung des eigenen Profils" auch die eine stärkere Anwendung der Venture-Finanzierungstechnik empfehlenden wirtschaftstheoretischen Argumente "Innovationsstimulans", "vermehrte Realisierung zwar risikoreicher, aber unter Umständen auch multiplika-

torintensiver Projekte" und "Schließung einer finanziellen Stabilität bringenden Eigenfinanzierungs(angebots)lücke für innovative, kleine und mittlere Unternehmen" die an die hiesigen Venture Capital-Gesellschaften gerichtete Anregung, Venture Capital verstärkt auch auf der Basis "spezieller gemeinsamer Neugründungen" anzubieten. Eine "spezielle gemeinsame Neugründungen" stärker berücksichtigende Beteiligungsstrategie bietet den bundesdeutschen Venture Capital-Gesellschaften die aussichtsreiche Chance, einen wichtigen Schritt in Richtung einer intensiveren Anwendung der Venture-Finanzierungstechnik zu tun - zu ihrem eigenen Nutzen und für ein Mehr an innovationsgetragenen Wachstum in der Bundesrepublik bei finanzieller Stabilität der Unternehmen.

Anhang 01 - Fragebogen zur ASU-Umfrage zu Stand und
Verbesserungsmöglichkeiten der Kapital-
versorgung mittlerer Unternehmen

S. 164-169

Anhang 02 - Grundauszählung zu den Abschnitten
I. "Fragen zum Unternehmen" und
III. "Venture Capital" des Fragebogens
zur ASU-Umfrage

I. "Fragen zum Unternehmen"

- V1 bis V13 --> S. 170-175
- R1 bis R10 --> S. 186-187

III. "Venture Capital"

- V30 bis V68 --> S. 175-185
- R68 --> S. 187

**FORSCHUNGSGRUPPE
MITTELSTÄNDISCHE UNTERNEHMEN**
PROF. DR. HEINZ KREHBIEL

Anteilseigenschaft Substantiv Unternehmer etc.
--

ASU

ASU-Umfrage in Verbindung mit der "Forschungsgruppe mittelständische Unternehmen" zu Stand und Verbesserungsmöglichkeiten der Kapitalversorgung mittlerer Unternehmen

I. Fragen zum Unternehmen

1. Unternehmensgröße

Umsatz in Mio. DM

unter 5	5-19	20-49	50-99	100 u. mehr
---------	------	-------	-------	-------------

Beschäftigte

20-49	50-99	100-499	500-999	1000-1999	über 2000
-------	-------	---------	---------	-----------	-----------

2. Rechtsform

--

3. Gründungsjahr

--

4. Ausbildung der Unternehmensleitung

☐ überwiegend kaufmännisch
 ☐ überwiegend technisch
 ☐ beides

5. Wirtschaftliche Entwicklung

durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum in den letzten 5 Jahren

- in %

unter 0%	0-5%	6-10%	11-20%	über 20%
----------	------	-------	--------	----------

- im Verhältnis zur Branche

niedriger	gleich	höher
-----------	--------	-------

durchschnittliche Eigenkapitalrendite (vor Steuern) der letzten 5 Jahre

- in %

unter 0%	0-5%	6-10%	11-20%	über 20%
----------	------	-------	--------	----------

- im Verhältnis zur Branche

niedriger	gleich	höher
-----------	--------	-------

6. Welchen Prozentsatz nimmt das Eigenkapital in Ihrer Bilanzsumme ein?

EK negativ	0-10 %	11-20 %	21-30 %	31-50 %	über 50 %
------------	--------	---------	---------	---------	-----------

7. Entwicklung der Eigenkapitalquote in den letzten 5 Jahren

geschrumpft	gleich	geblieben	gestiegen
-------------	--------	-----------	-----------

8. Wie schätzen Sie Ihre Eigenkapitalversorgung insgesamt ein?

zu niedrig	ausreichend	zu hoch
------------	-------------	---------

9. In welchen Technologiebereich fällt ihr jüngstes Innovationsprojekt?

- ☐ Mikroelektronik (Meß-, Prüf- u. Regeltechnik, Medizintechnik)
☐ Biochemie/Chemie (Biotechnologie, Pharma, Spezialchemikalien)
☐ Maschinenbau (Energie-, Umwelt-, Automationstechnik)
☐ EDV (Hard-/Software, Kommunikationstechnik)
☐ Sonstige: _____

11. Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung

Das am 1.1.1984 in Kraft getretene Vermögensbeteiligungsgesetz brachte folgende Änderungen:

- Ausbau des 624-DM-Gesetzes durch Erweiterung des Anlagekatalogs und Erhöhung des begünstigten Betrags auf DM 936,- für Vermögensbeteiligung
- Lohnsteuerbefreiung bei kostenloser oder verbilligter Überlassung von Vermögenswerten an Arbeitnehmer nach § 19a EStG.

Eine "zweite Stufe" dieses Gesetzes, inzwischen vom Bundeskabinett beschlossen, soll ab 1.1.1987 unter anderem eine Erweiterung des Anlagekatalogs um GmbH-Anteile und eine Erhöhung des lohnsteuerbefreiten Betrags nach § 19a EStG auf DM 500,- vorsehen.

10. Sind Ihre Mitarbeiter derzeit am Kapital des Unternehmens beteiligt?

- ☐ nein (weiter bei Frage 12) ☐ ja

11. War das Vermögensbeteiligungsgesetz wesentlicher Anlaß für die Einführung der Mitarbeiter-Beteiligung?

- ☐ ja (weiter bei Frage 15) ☐ nein (weiter bei Frage 16)

12. Ist Ihnen das genannte Vermögensbeteiligungsgesetz bekannt?

- ☐ nein, interessiert mich nicht (weiter bei III.)
☐ ja, nur im Überblick
☐ ja, auch in Einzelheiten

13. Wenn ja, erwägen Sie, aufgrund dieses Gesetzes oder der erwarteten Neufassung eine Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung einzuführen?

- ☐ nein (weiter bei Frage 16) ☐ ja

14. Wenn ja, in welcher Form gedenken Sie Ihre Mitarbeiter am Kapital zu beteiligen?

- ☐ direkt am Unternehmen als
☐ Belegschaftsaktionäre
☐ Typische stille Gesellschafter mit Verlustbeteiligung
☐ Typische stille Gesellschafter ohne Verlustbeteiligung
☐ Inhaber von Genußscheinen oder -rechten
☐ Sonstige: _____
☐ indirekt über eine Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungsgesellschaft

15. Worin besteht für Sie der zusätzliche Anreiz des Vermögensbeteiligungsgesetzes? (Mehrfachnennung möglich)

☐	Fördert das Interesse der Mitarbeiter an einer Beteiligung
☐	Die Einkommensentwicklung der Belegschaft kann z.T. an den Unternehmenserfolg geknüpft werden
☐	Arbeitnehmer können Steuervorteile nutzen
☐	Sonstiges: _____

16. Wo sehen Sie derzeit Hemmnisse bzw. Verbesserungsmöglichkeiten für die Einführung einer Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung? (Mehrfachnennung möglich)

☐	Verwaltungsaufwand zu hoch, Durchführung zu kompliziert
☐	Steuerliche Vergünstigungen sollte es bei der Einführung auch für Unternehmen geben
☐	Akzeptanzprobleme bei der Belegschaft und beim Betriebsrat
☐	Im Verhältnis zu anderen Finanzierungsformen zu teuer
☐	Auch ohne Mitarbeiter-Beteiligung besteht kein Finanzierungssengpaß
☐	Einflußnahme der Belegschaft auf die Unternehmenspolitik ist nicht erwünscht
☐	Sonstiges: _____

III. Venture Capital

Venture Capital (VC) ist temporäres Beteiligungskapital oder beteiligungsähnliches Kapital, das nicht emissionsfähigen Unternehmen zur Realisierung und Vermarktung ihrer überdurchschnittlich absatzträchtigen und know-how-intensiven Innovationsprojekte durch VC-Fonds - bei gleichzeitiger intensiver Managementberatung - zur Verfügung gestellt wird.

17. Wie gewichten Sie die nachstehenden Innovationshemmnisse?

Innovationshemmnisse	Gewicht		
	großes	mittleres	geringes
Unzureichendes Finanzierungspotential			
Unsichere Ertragsaussichten des Projekts			
Mangel an geeignetem Personal/Arbeitsüberlastung			
Schwierigkeiten, Innovationen in marktfähige Produkte umzusetzen			
Mangel an Kooperationsmöglichkeiten/Innovationsberatung			
Frühere Mißerfolge			
Sonstige:			

18. Was wären Ihre Motive, sich für die Finanzierungsform 'VC' zu entscheiden?
(Mehrfachnennung möglich)

☐	Bonitätsverbesserung aufgrund der Bereitstellung von zusätzlichem Haftkapital
☐	Zugewinn an Management-Kapazität und Innovations/Vermarktungs-Know-how
☐	Verringerung des Investitionsrisikos durch zusätzliche Überprüfung der Innovationsrentabilität durch Dritte
☐	Chance, Innovationsprojekte eher zu realisieren
☐	Sonstiges: _____

19. Aus welchen Gründen kam 'VC' als Finanzierungsalternative für Sie bisher nicht in Frage? (Mehrfachnennung möglich)

☐	Keine ausreichenden Informationen, genaue Anforderungskriterien unbekannt
☐	Einschaltung des VC-Fonds könnte zu Indiskretionen hinsichtlich des Innovationsprojekts führen
☐	Andere Finanzierungsmöglichkeiten ausreichend vorhanden
☐	Gesellschafterkreis soll nicht erweitert werden
☐	Ausreichende Innovations-/Management-Kapazitäten im eigenen Haus
☐	Ein Innovationsprojekt wird z.Z. nicht verfolgt
☐	Sonstiges: _____

20. Wofür würden Sie bereitgestelltes 'VC' verwenden wollen?
(Mehrfachnennung möglich)

Zur Finanzierung

☐	eines Prototypen
☐	der Produktions(serien)vorbereitung
☐	der Markteinführung
☐	des Unternehmenswachstums
☐	von Exportvorbereitungen
☐	sonstiges: _____

21. Welche Beteiligung des VC-Fonds würden Sie vorziehen?

☐	Beteiligung an Ihrem bestehenden Unternehmen
☐	spezielle gemeinsame Neugründung

22. In welcher Rechtsform sollte nach Ihren Vorstellungen die Beteiligung erfolgen?

☐	GmbH-Beteiligung	☐	Aktien-Beteiligung
☐	Kommandit-Beteiligung	☐	KGaA.-Beteiligung
☐	Atypische stille Beteiligung	☐	Beteiligungsähnliches Darlehen
☐	Typische stille Beteiligung		

23. Wie sollte die anfallende Managementberatung vergütet werden?

- ☐ erfolgsabhängig
☐ erfolgsunabhängig
☐ Kombination aus fester/erfolgsabhängiger Vergütung

24. Welche Informations- und Mitentscheidungsrechte würden Sie dem VC-Fonds zugestehen? (Mehrfachnennung möglich)

- ☐ Regelmäßige Berichterstattung über die Unternehmensentwicklung
☐ Offenlegung von Forschungs- und Entwicklungsergebnissen
☐ Mitentscheidungsrechte gemäß Beteiligungsquote
☐ Sonstige: _____
☐ Gar keine

25. Wenn der VC-Fonds seine Beteiligung veräußern möchte, würden Sie (Mehrfachnennung möglich)

- ☐ ein Vorkaufsrecht besitzen wollen?
☐ auf einem Vetorecht bestehen können?
☐ ggf. auch einer Umwandlung Ihres Unternehmens in eine Aktiengesellschaft zustimmen?

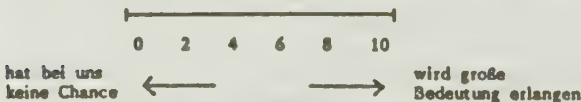
26. Sollten Banken die Vermittlung von 'VC' in ihre Dienstleistungspalette aufnehmen?

- ☐ ja ☐ nein

27. Würden Sie Privatvermögen in einen VC-Fonds investieren, wenn hiermit steuerliche Vergünstigungen verbunden wären?

- ☐ ja ☐ nein

28. Wie beurteilen Sie die künftigen Möglichkeiten der VC-Finanzierung für Ihr Unternehmen?



IV. Zugang zum Kapitalmarkt

29. Wie beurteilen Sie für Ihr Unternehmen die Möglichkeit

- der Umwandlung in eine AG?

- ☐ wird prinzipiell abgelehnt
- ☐ kommt für unsere Größe nicht in Frage
- ☐ denkbar, aber z.Z. nicht aktuell
- ☐ wird konkret ins Auge gefaßt

- des Ganges an die Börse?

- ☐ wird prinzipiell abgelehnt
- ☐ kommt für unsere Größe nicht in Frage
- ☐ denkbar, aber z.Z. nicht aktuell
- ☐ wird konkret ins Auge gefaßt

30. Wo liegen für Sie die Haupthindernisse?

- ☐ Sorge vor Fremdeinfluß
- ☐ Publizität
- ☐ Kosten, Verwaltungsaufwand
- ☐ Steuerliche Belastung der Kapitalgesellschaft
- ☐ Mitbestimmung
- ☐ Formstrenge der AG
- ☐ Sonstiges: _____

31. Die ASU plädiert dafür, für mittlere Unternehmen mit überschaubarem Gesellschafterkreis die rechtlichen Bedingungen der AG bezüglich Gründung, Umwandlung, Gestaltung der Hauptversammlung u.ä. zu vereinfachen und zu erleichtern. Besteht aus Ihrer Sicht Bedarf und Interesse an einer solchen "Kleinen AG"?

- ☐ ja
- ☐ nein
- ☐ ohne Bedeutung

Wir danken für Ihre Mitarbeit!

Rücksendung erbeten an:

ASU - Arbeitsgemeinschaft Selbständiger Unternehmer e.V.
Postfach 20 07 84, 5300 Bonn 2

Wenn Sie den Auswertungsbericht erhalten möchten, fügen Sie bitte Ihre Visitenkarte bei. Die ASU gibt Ihren Fragebogen anonym an die Forschungsgruppe weiter und sendet Ihnen von Bonn aus den Ergebnisbericht zu.

V 2	N	%
UNTERNEHMENSGROSSE NACH BESCHAEFTIGTEN		
20 BIS 49	37	12.1
50 BIS 99	61	20.0
100 BIS 499	137	45.0
500 BIS 999	29	9.5
1000 BIS 1999	27	8.8
2000 UND MEHR	7	2.3
KEINE ANGABE	6	1.9
INSGESAMT	304	100.0

V 1	N	%
UNTERNEHMENSGROSSE NACH UMSATZ MIO DM		
UNTER 5	18	5.9
5 BIS 19	85	27.9
20 BIS 49	94	30.9
50 BIS 99	42	13.8
100 UND MEHR	60	19.7
KEINE ANGABE	5	1.6
INSGESAMT	304	100.0

V 3	N	%
RECHTSFORM		
AG	7	2.3
GmbH	99	32.5
GmbH & Co KG	130	42.7
Einzelunternehmen	13	4.2
CHG	3	9
KG	50	16.4
Keine Angabe	2	6
Insgesamt	304	100.0

V 4	N	%
GRÜNDUNGSJAHR GRUPPIERT		
1713 - 1899	99	32.5
1900 - 1945	89	29.2
1946 - 1979	94	30.9
1980 - 1986	15	4.9
Keine Angabe	7	2.3
Insgesamt	304	100.0

V 5	N	%
AUSBILDUNG DER UNTERNEHMENSLEITUNG		
UEBERW. KAUFM.	97	31.9
UEBERW. TECHN.	47	15.4
AUSGEGLICHEN	158	51.9
KEINE ANGABE	2	6
INSGESAMT	304	100.0

V 6	N	%
DURCHSCHN. UMSATZWACHSTUM IN %		
UNTER 0	18	5.9
0 BIS 5	122	40.1
6 BIS 10	106	34.8
11 BIS 20	39	12.8
UEBER 20	14	4.6
KEINE ANGABE	5	1.6
INSGESAMT	304	100.0

V 7	N	%
RELATIVES EIGENES UMSATZWACHSTUM		
NIEDRIGER	12	3.9
GLEICH	134	44.0
HOEHER	142	47.0
KEINE ANGABE	15	4.9
INSGESAMT	304	100.0

V 9	N	%
RELATIVE EIGENE EIGENKAPITALRENDITE		
NIEDRIGER	34	11.1
GLEICH	101	33.2
HOEHER	132	43.4
KEINE ANGABE	37	12.1
INSGESAMT	304	100.0

V 8	N	%
DURCHSCHN. EIGENKAPITALRENDITE IN %		
UNTER 0	12	3.9
0 BIS 5	81	26.6
6 BIS 10	67	22.0
11 BIS 20	66	21.7
UEBER 20	70	23.0
KEINE ANGABE	8	2.6
INSGESAMT	304	100.0

V 11	N	%
ENTWICKLUNG DER EIGENKAPITALQUOTE		
GESCHRUMPT	79	25.9
GLEICH GEBLIEBEN	109	35.8
GESTIEGEN	114	37.5
KEINE ANGABE	2	6
INSGESAMT	304	100.0

V 12	N	%
EINSCHAEZUNG DER EIG. EK-VERSORGUNG		
ZU NIEDRIG	123	40.4
AUSREICHEND	167	54.9
ZU HOCH	13	4.2
KEINE ANGABE	1	3
INSGESAMT	304	100.0

V 10	N	%
EIGENE EIGENKAPITALQUOTE		
EK-QUOTE NEGATIV	7	2.3
0 BIS 10 %	30	9.8
11 BIS 20 %	56	18.4
21 BIS 30 %	88	28.9
31 BIS 50 %	77	25.3
UEBER 50 %	43	14.1
KEINE ANGABE	3	9
INSGESAMT	304	100.0

V 30	N	%
INNO. HEMM. UNZUR. FINANZ. POTENTIAL		
GROSSES GEWICHT	67	22.0
MITTLERES GEWICHT	59	29.2
GERINGES GEWICHT	74	24.3
KEINE ANGABE	74	24.3
INSGESAMT	304	100.0

V 31	N	%
INNO. HEMM. UNSICHERE ERTRAGSAUSSICHTEN		
GROSSES GEWICHT	99	32.5
MITTLERES GEWICHT	96	31.5
GERINGES GEWICHT	38	12.5
KEINE ANGABE	71	23.3
INSGESAMT	304	100.0

V 13	N	%
TECHN. BEREICH DER JUENGST. INNOVATION		
MIKROELEKTRONIK	34	11.1
BIOCHEMIE/CHEMIE	22	7.2
MASCHINENBAU	96	31.5
EDV	33	10.8
SONSTIGE BEREICHE	46	15.1
MASCHINENBAU/EDV	17	5.5
SONSTIGE KOMBINATIONEN	3	9
MASCHINENBAU/MIKROELEKTRONIK	8	2.6
NAHRUNGSMITTEL - BEREICH	7	2.3
KEINE ANGABE	38	12.5
INSGESAMT	304	100.0

V 32	N	%
INNO.HEMM.		
IPERSMANGEL-		
IPARBEITSUEBERLASTG		
GRSSES GEWICHT	111	36.5
MITTLERES GEWICHT	97	31.9
GERINGES GEWICHT	39	12.8
KEINE ANGABE	57	18.7
INSGESAMT	304	100.0

V 34	N	%
INNO.HEMM.		
IKCCOPERATIONSMANGEL-		
IBERATUNG		
GRSSES GEWICHT	32	10.5
MITTLERES GEWICHT	64	21.0
GERINGES GEWICHT	126	41.4
KEINE ANGABE	82	26.9
INSGESAMT	304	100.0

V 33	N	%
INNO.HEMM.		
IUMSETZUNGSSCHWIERIG-		
IKEITEN		
GRSSES GEWICHT	70	23.0
MITTLERES GEWICHT	102	33.5
GERINGES GEWICHT	66	21.7
KEINE ANGABE	66	21.7
INSGESAMT	304	100.0

V 35	N	%
INNO.HEMM. FRUEHERE		
MISSERFOLGE		
GRSSES GEWICHT	12	3.9
MITTLERES GEWICHT	26	8.5
GERINGES GEWICHT	164	53.9
KEINE ANGABE	102	33.5
INSGESAMT	304	100.0

V 36	N	%
SONSTIGE		
INNOVATIONSHEMMNISSE		
VERSCHIEDENE ANGABEN	5	1.6
KEINE ANGABE	299	98.3
INSGESAMT	304	100.0

V 37	N	%
VC-MOTIV		
BONITAETSVERB. W.		
MEHR HAFTKAP.		
KEINE NENNUNG	154	50.6
MOTIV-NENNUNG	86	28.2
KEINE ANGABE	64	21.0
INSGESAMT	304	100.0

V 38	N	%
VC-MOTIV MEHR		
MANAGEMENT-KAPAZITAET		
KEINE NENNUNG	132	43.4
MOTIV-NENNUNG	108	35.5
KEINE ANGABE	64	21.0
INSGESAMT	304	100.0

V 39	N	%
VC-MOTIV ZUSAETZL.		
RENTABL.PRUEFUNG		
KEINE NENNUNG	153	50.3
MOTIV-NENNUNG	87	28.6
KEINE ANGABE	64	21.0
INSGESAMT	304	100.0

V 40	N	%
VC-MOTIV VORZEITIGE		
INNO-REALISIERUNG		
KEINE NENNUNG	117	38.4
MOTIV-NENNUNG	123	40.4
KEINE ANGABE	64	21.0
INSGESAMT	304	100.0

V 42	N	%
KEIN VC-INTERESSE W.		
INFO.-MANGEL		
KEINE NENNUNG	185	60.8
GRUND-NENNUNG	98	32.2
KEINE ANGABE	21	6.9
INSGESAMT	304	100.0

V 41	N	%
SONSTIGE VC-MOTIVE		
KEINE NENNUNG	230	75.6
SONSTIGE MOTIVE	3	9
EXPLIZIT KEINE MOTIVE	7	2.3
KEINE ANGABE	64	21.0
INSGESAMT	304	100.0

V 43	N	%
KEIN VC-INTERESSE W.		
MOEGL. INDISKRET.		
KEINE NENNUNG	253	93.2
GRUND-NENNUNG	30	9.8
KEINE ANGABE	21	6.9
INSGESAMT	304	100.0

V 45	N	%
KEIN VC-INTERESSE W. NEUER TEILHABER		
KEINE NENNUNG	117	38.4
GRUND-NENNUNG	166	54.6
KEINE ANGABE	21	6.9
INSGESAMT	304	100.0

V 47	N	%
KEIN VC-INTERESSE W. KEINEM INNO.PROJEKT		
KEINE NENNUNG	240	78.9
GRUND-NENNUNG	43	14.1
KEINE ANGABE	21	6.9
INSGESAMT	304	100.0

V 44	N	%
KEIN VC-INTERESSE DIV. FINANZMDGL. VCRH		
KEINE NENNUNG	107	35.1
GRUND-NENNUNG	176	57.8
KEINE ANGABE	21	6.9
INSGESAMT	304	100.0

V 46	N	%
KEIN VC-INTERESSE W. AUSR. INNO.KNOW-HOW		
KEINE NENNUNG	248	81.5
GRUND-NENNUNG	35	11.5
KEINE ANGABE	21	6.9
INSGESAMT	304	100.0

V 48	N	%
KEIN VC-INTERESSE AUS SONSTIGEN GRUENDEN		
KEINE NENNUNG	276	90.7
GRUND-NENNUNG	7	2.3
KEINE ANGABE	21	6.9
INSGESAMT	304	100.0

V 49	N	%
VC-FINANZ. F. PROTOTYPEN		
KEINE NENNUNG	179	58.8
VERWENDUNGS-NENNUNG	52	17.1
KEINE ANGABE	73	24.0
INSGESAMT	304	100.0

V 50	N	%
VC-FINANZ. F. PRODUKTIONSVOR- BEREITUNG		
KEINE NENNUNG	162	53.2
VERWENDUNGS-NENNUNG	69	22.6
KEINE ANGABE	73	24.0
INSGESAMT	304	100.0

V 51	N	%
VC-FINANZ. F. MARKTEINFUEHRUNG		
KEINE NENNUNG	138	45.3
VERWENDUNGS-NENNUNG	93	30.5
KEINE ANGABE	73	24.0
INSGESAMT	304	100.0

V 53	N	%
VC-FINANZ. F.		
EXPORTVORBEREITUNG		
KEINE NENNUNG	190	62.5
VERWENDUNGS-NENNUNG	41	13.4
KEINE ANGABE	73	24.0
INSGESAMT	304	100.0

V 55	N	%
VORGEZOGENE BETEILIGUNG DES VC-FONDS		
BESTEHENDES UNTERNEHMEN	78	25.6
NEUGRUENDUNG	152	50.0
KEINE ANGABE	74	24.3
INSGESAMT	304	100.0

V 52	N	%
VC-FINANZ. F.		
UNTERNEHMENS WACHSTUM		
KEINE NENNUNG	113	37.1
VERWENDUNGS-NENNUNG	118	38.8
KEINE ANGABE	73	24.0
INSGESAMT	304	100.0

V 54	N	%
VC-FINANZ. F.		
SONSTIGE VERWENDUNG		
KEINE NENNUNG	221	72.6
VERWENDUNGS-NENNUNG	10	3.2
KEINE ANGABE	73	24.0
INSGESAMT	304	100.0

V 57	N	%
VERGUETUNG DER MANAGEMENTBERATUNG		
ERFOLGSABHAENGIG	142	46.7
ERFOLGSUNABHAENGIG	12	3.9
KOMBINATION	91	29.9
KEINE ANGABE	59	19.4
INSGESAMT	304	100.0

V 58	N	%
VC-FONDS-RECHTE REGELMAESSIGE BERICHTE		
KEINE NENNUNG	44	14.4
RECHT-NENNUNG	201	66.1
KEINE ANGABE	59	19.4
INSGESAMT	304	100.0

V 56	N	%
RECHTSFORM BEI VC- FONDS-BETEILIGUNG		
IGNPH	68	22.3
KG	17	5.5
ATYP. STILLE GESELLSCHAFT	17	5.5
TYP. STILLE GESELLSCHAFT	27	8.8
AG	8	2.6
KGAA	3	9
BETEIL. DARLEHEN	59	19.4
KOMBINATIONEN	34	11.1
KEINE ANGABE	71	23.3
INSGESAMT	304	100.0

V 60	N	%
VC-FONDS-RECHTE		
GEMÄSS BETEIL.QUOTE		
KEINE NENNUNG	133	43.7
RECHT-NENNUNG	112	36.8
KEINE ANGABE	59	19.4
INSGESAMT	304	100.0

V 62	N	%
VC-FONDS ERHAELT		
KEINE RECHTE		
KEINE NENNUNG	238	78.2
KEINE RECHTE	7	2.3
KEINE ANGABE	59	19.4
INSGESAMT	304	100.0

V 59	N	%
VC-FONDS-RECHTE		
OFFENLEGUNG F&E- ERGEBN.		
KEINE NENNUNG	159	52.3
RECHT-NENNUNG	86	28.2
KEINE ANGABE	59	19.4
INSGESAMT	304	100.0

V 61	N	%
SONSTIGE VC-FONDS- RECHTE		
KEINE NENNUNG	244	80.2
RECHT-NENNUNG	1	3
KEINE ANGABE	59	19.4
INSGESAMT	304	100.0

V 63	N	Σ
BEI AUSSTIEG VC-FONDS		
VORKAUFRECHT		
KEINE NENNUNG	20	6.5
RECHT-NENNUNG	228	75.0
KEINE ANGABE	56	18.4
INSGESAMT	304	100.0

V 65	N	Σ
BEI AUSSTIEG VC-FONDS		
UMHANDLUNG IN AG		
KEINE NENNUNG	196	64.4
RECHT-NENNUNG	52	17.1
KEINE ANGABE	56	18.4
INSGESAMT	304	100.0

V 64	N	Σ
BEI AUSSTIEG VC-FONDS		
VERGEBRECHT		
KEINE NENNUNG	134	44.0
RECHT-NENNUNG	114	37.5
KEINE ANGABE	56	13.4
INSGESAMT	304	100.0

V 66	N	Σ
VC-VERMITTLUNG DURCH BANKEN		
JA	184	60.5
NEIN	64	21.0
KEINE ANGABE	56	18.4
INSGESAMT	304	100.0

V 67	N	%
GELDANLAGE IN VC WENN STEUERBEGÜNSTIGT		
JA	173	56.9
NEIN	79	25.9
KEINE ANGABE	52	17.1
INSGESAMT	304	100.0

V 68	N	%
VC-RELEVANZ FUER EIGENES UNTERNEHMEN		
KEINE ANGABE	31	10.1
KEINE RELEVANZ	55	18.0
2	12	3.9
3	87	28.6
4	8	2.5
5	53	17.4
6	20	6.5
7	21	6.9
8	5	1.6
9	9	2.9
GROSSE RELEVANZ	3	9
INSGESAMT	304	100.0

R 1	N	%
UNTERNEHMENSGRÖSSE		
NACH UMSATZ		
BIS 19 MIO	103	33.8
20 BIS 49 MIO	94	30.9
AB 50 MIO	102	33.5
KEINE ANGABE	5	1.6
INSGESAMT	304	100.0

R 6	N	%
DURCHSCHN.		
UMSATZWACHSTUM IN %		
BIS 5	140	46.0
6 BIS 10	106	34.8
UEBER 10	53	17.4
KEINE ANGABE	5	1.6
INSGESAMT	304	100.0

R 3	N	%
RECHTSFORM		
KAPITALGESELLSCHAFTEN	106	34.8
IGMBH & CO KG	130	42.7
IPERSONEN-		
GESELLSCHAFTEN	66	21.7
KEINE ANGABE	2	6
INSGESAMT	304	100.0

R 8	N	%
DURCHSCHN.		
EIGENKAPITALRENDITE		
IN %		
BIS 5	93	30.5
6 BIS 10	57	22.0
UEBER 10	136	44.7
KEINE ANGABE	8	2.6
INSGESAMT	304	100.0

R 10	N	%
EIGENE		
EIGENKAPITALQUOTE		
BIS 20%	93	30.5
21% BIS 30%	88	28.9
UEBER 30%	120	39.4
KEINE ANGABE	3	9
INSGESAMT	304	100.0

R 68	N	%
VC-RELEVANZ FUER EIGENES UNTERNEHMEN		
KEINE	55	18.0
GERING-MITTEL	160	52.6
HOEHER-GROSS	58	19.0
KEINE ANGABE	31	10.1
INSGESAMT	304	100.0

LITERATURVERZEICHNIS

- Albach, Horst* (1983): Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, Bonn, Institut für Mittelstandsforschung, ifm - materialien Nr. 9.
- Albach, Horst* (1984): Die Rolle des Schumpeter-Unternehmers heute - Mit besonderer Berücksichtigung der Innovationsdynamik in der mittelständischen Industrie, in: Bös, Dieter/Stolper, Hans-Dieter (Hrsg.): Schumpeter oder Keynes? - Zur Wirtschaftspolitik der neunziger Jahre, Berlin, u.a., S. 125-146.
- Albert, Hans* (1972): Ökonomische Ideologie und Politische Theorie - Das ökonomische Argument in der ordnungspolitischen Debatte, Göttingen, 2. Aufl..
- Benninghaus, H.* (1976): "Statistik für Soziologen 1 - Deskriptive Statistik", 2. Aufl., Stuttgart.
- Bös, Dieter/Stolper, Hans-Dieter* (1984, Hrsg.): Schumpeter oder Keynes? - Zur Wirtschaftspolitik der neunziger Jahre, Berlin, u.a..
- Bombach, Gottfried* (1964): Von der Neoklassik zur modernen Wachstums- und Verteilungstheorie, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Bd. 100, Bern, S. 399-427.
- Bundesminister für Wirtschaft* (1983, Hrsg.): Konjunkturpolitik - Neu betrachtet, Gutachten des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft, Studienreihe 38, Bonn, 18. Februar 1983.
- Chick, Victoria* (1983): Macroeconomics after Keynes - A Reconsideration of the *General Theory*, London.
- Coddington, Alan* (1976): Keynesian Economics: The Search for First Principles, in: The Journal of Economic Literature, Vol. 14, No. 4, Dec., S. 1258-1273.
- Coddington, Alan* (1983): Keynesian Economics: The Search for First Principles, London.

- Coutarelli, Spiro A.* (1977): *Venture Capital in Europe*, New York, u.a..
- Diederich, Helmut* (1974): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre II*, Stuttgart.
- Dietz, Jobst-Walter* (1984): *Venture Management*, Institut für betriebswirtschaftliche Produktions- und Investitionsforschung der Georg-August-Universität Göttingen, Arbeitsbericht 1/84, Göttingen.
- Eichner, Alfred S.* (1973): *A Theory of the Determination of the Mark-Up under Oligopoly*, in: *The Economic Journal*, Vol. 83 (2), S. 1184-1200.
- Eichner, Alfred S.* (1976): *The Megacorp and Oligopoly - Micro Foundations of Macro Dynamics*, Cambridge University Press, New York, u.a..
- Ernst, Dierk* (1986): *Finanzierung neuer Technologien*, in: *ZfB - Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Ergänzungsheft 1/86 - *Strategische Investitionsplanung für neue Technologien*, Wiesbaden, S. 235-250.
- Fischer, Lutz* (1987): *Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland*, in: *DBW - Die Betriebswirtschaft*, 47. Jg., Heft 1, Jan./Feb., S. 8-32.
- Geiling, Richard* (1982): *Der Beitrag kleiner und mittlerer Unternehmen zum technischen Fortschritt*, Diss. von 1981, Göttingen, *Schriften zur Mittelstandsforschung* - Nr. 86.
- Geiser, Josef* (1983): *"Wachstumshemmnisse mittelständischer Industriebetriebe"*, Göttingen, *Schriften zur Mittelstandsforschung* - Nr. 90.
- Goldmann, Wilhelmine* (1983): *Innovation und Venture Capital in den USA*, in: *Wirtschaft und Gesellschaft - Wirtschaftspolitische Zeitschrift der Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien*, 9. Jg., Heft 2, S. 269-286.
- Hofmann, Werner* (1979): *Theorie der Wirtschaftsentwicklung - Vom Merkantilismus bis zur Gegenwart*, Berlin, 3. Aufl..

- Janeway, William H.* (1986): *Doing Capitalism: Notes on the Practice of Venture Capitalism*, in: *Journal of Economic Issues*, Vol. XX, No. 2, June, S. 431-441.
- Kaldor, Nicholas* (1983): *Limitations of the 'General Theory'*. Keynes Lecture in Economics. From the Proceedings of the British Academy, London, Vol. LXVIII (1982), Oxford.
- Kaldor, Nicholas* (1983a): *Keynesian Economics after Fifty Years*, in: *Worswick, David/Trevithick, James* (Ed.): *Keynes and the Modern World - Proceedings of the Keynes Centenary Conference*, King's College, Cambridge, Cambridge, u.a., S. 1-28.
- Kalecki, Michal* (1971): *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933 - 1970*, Cambridge.
- Kaminski, Ralf* (1988): *"Venture Capital - Risikokapital für innovative mittelständische Unternehmen"*, Spardorf (Verlagsveröffentlichung voraussichtlich im 3. Quartal 1988).
- Keynes, John Maynard* (1931, 1972): *The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. IX, London and Basingstoke, Macmillan, S. 150-158.
- Keynes, John Maynard* (1936,1973): *The General Theory of Employment, Interest and Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VII, London and Basingstoke, Macmillan.
- Keynes, John Maynard* (1937,1973): *The General Theory of Employment. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 109-123.
- Keynes, John Maynard* (1937a,1973): *Alternative Theories of the Rate of Interest. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 201-215.

- Keynes, John Maynard* (1937b,1973): The 'Ex Ante' Theory of the Rate of Interest. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 215-223.
- Keynes, John Maynard* (1938,1973): Mr. Keynes 'Finance'. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 229-233.
- Keynes, John Maynard* (1939,1973): The Process of Capital Formation. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan, S. 278-285.
- Knight, Frank H.* (1921): Risk, Uncertainty and Profit, Boston.
- Kregel, J.A.* (1976): Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians, in: The Economic Journal, Vol. 86, June, S. 209-225.
- Krelle, Wilhelm* (1984): Keynes und Schumpeter: Unterschiedliche Ansätze, in: Bös, Dieter/Stolper, Hans-Dieter (Hrsg.): Schumpeter oder Keynes? - Zur Wirtschaftspolitik der neunziger Jahre, Berlin, u.a., S. 67-78.
- Laub, Ulf* (1985): Venture-Capital-Markt, München.
- Mann, Alfred* (1985): Venture Capital in Österreich: Welche Chancen hat diese Finanzierungsform in Österreich - wie können Klein- und Mittelbetriebe davon profitieren?, Wien.
- Meade, James* (1975): The Keynesian Revolution, in: Keynes, Milo (Ed.): Essays on John Maynard Keynes, Cambridge, S. 82-88.
- Merkle, Erich* (1984): Venture Capital als Instrument des Technologiemanagements, in: Betriebs-Berater, 39. Jg., Heft 17 vom 20. 06.1984, S. 1060-1064.
- Minsky, Hyman P.* (1975): John Maynard Keynes, New York.

- Minsky, Hyman P.* (1977): The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory, in: Challenge - Magazine of Economic Affairs, March/April, S. 20-27.
- Minsky, Hyman P.* (1978): The Financial Instability Hypothesis: A Restatement, in: Thames Papers in Political Economy, London, S. 1-24.
- Minsky, Hyman P.* (1982): Can 'It' happen again? A Reprise, in: Challenge - Magazine of Economic Affairs, July/August, S. 5-13.
- Minsky, Hyman P.* (1986): Stabilizing an Unstable Economy, New Haven and London.
- Minsky, Hyman P.* (o.J.): Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles, A paper prepared for a Compendium, Business Cycles and Public Policy 1929 - 1979, of the Joint Economic Committee of the United States Congress, o.O..
- Nathusius, Klaus* (1983): Wege zur Aktivierung von Venture Capital in Deutschland, in: Workshop Venture Capital für junge Technologieunternehmen, Haar bei München, S. 99-111.
- Nathusius, Klaus* (1985): Das Venture Capital - Eine Variante der Unternehmensfinanzierung, in: Wossidlo, Peter Rütger (Hrsg.): Die Finanzierung mittelständischer Unternehmungen in Deutschland, 1. Bayreuther Symposium für Betriebswirtschaft, Bayreuth, 3.-4. März 1983, Berlin, S. 345-361.
- OECD* (1985): Venture Capital in Information Technology, Reihe: ICCP - Information, Computer, Communication, Policy, Paris.
- OECD* (1986): Venture Capital - Context, Development and Policies, Paris.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred* (1984): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München, 3. Aufl..
- Peters, Hans* (1960): Die unterschiedlichen Auffassungen von der Wirkung des Sparens und die moderne Wachstumstheorie - Versuch einer Synthese, Berlin.

Pratt, Stanley E. (1985): Overview and Introduction to the Venture Capital Industry, in: Pratt, S.E./Morris, J.K. (Ed.): Pratt's Guide to Venture Capital Sources, 9. Edition, Massachusetts, S. 7-9.

Preiser, Erich (1970): Bildung und Verteilung des Volkseinkommens - Gesammelte Aufsätze zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Göttingen, 4. Aufl..

Presse- und Informationsamt der Bundesregierung (1983): Bericht der Bundesregierung über die Risikokapitalausstattung der deutschen Wirtschaft, in: Aktuelle Beiträge zur Wirtschafts- und Finanzpolitik, Nr. 78/1983, Bonn, S. 2-8.

Räbel, Dieter (1986, Diss.): Venture Capital als Instrument für Innovationsfinanzierung - Eine kritische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Projektbewertungsproblems, Köln.

Rehkugler, Heinz (1987): "ASU-Unternehmen als Positivauslese", in: Unternehmer, 35. Jg., Nr. 7 - Juli, S. 11-14.

Reuter, Dieter (1984): Welche Maßnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern? - Gutachten B zum 55. Deutschen Juristentag, München.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1984/85: Chancen für einen langen Aufschwung (vom 23.11.1984), Stuttgart-Mainz.

Shares, Gail E. (1987): "Die Milliarden-Suche nach dem ersten Millionär", in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 198 vom 31. August 1987, S. 20 f.

Snippe, J. (1985): Finance, saving and investment in Keynes's economics, in: Cambridge Journal of Economics, Vol. 9, No. 3, September, S. 257-269.

- Swoboda, Peter* (1984): Schumpeter's Entrepreneur in Modern Economic Theory, in: Seidl, Christian (Ed.): Lectures on Schumpeterian Economics - Schumpeter Centenary Memorial Lectures Graz 1983, Berlin, u.a., S. 17-29.
- Sylos-Labini, Paolo* (1984): The Forces of Economic Growth and Decline, Cambridge (Massachusetts), London.
- Schmidt, Hartmut* (1984): Venture-Capital-Märkte in Europa, in: Kredit und Kapital, 17. Jg., Heft 2, S. 281-296.
- Schmidt, Reinhard H.* (1986): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, Wiesbaden, 2. Aufl..
- Schmidtke, Axel* (1985): Praxis des Venture Capital-Geschäftes, Landsberg am Lech.
- Schneider, Erich* (1970): Joseph A. Schumpeter - Leben und Werk eines großen Sozialökonomen, Tübingen.
- Schumpeter, Joseph* (1910): Die neuere Wirtschaftstheorie in den Vereinigten Staaten, in: Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, 34. Jg., S. 913-963.
- Schumpeter, Joseph* (1910a): Über das Wesen der Wirtschaftskrisen, in: Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, Bd. 19, S. 271-325.
- Schumpeter, Joseph* (1964): Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung - Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus, Berlin, 6. Aufl..
- Schumpeter, Joseph* (1980): Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, München, 5. Aufl..
- Streissler, Erich* (1982): Schumpeter's Vienna and the Role of Credit in Innovation, in: Frisch, Helmut (Ed.): Schumpeterian Economics, New York, S. 60-83.

- Tichy, Gunther* (1984): Schumpeter's Monetary Theory - An Unjustly Neglected Part of his Work, in: Seidl, Christian (Ed.): Lectures on Schumpeterian Economics - Schumpeter Centenary Memorial Lectures Graz 1983, Berlin, u.a., S. 125-138.
- Venture Capital Journal* (1987, March): N.N., Special Report: What is Venture Capital? - Something old, something new, S. 10-12.
- Venture Capital Journal* (1987, May): N.N., Special Report: Venture Capital Disbursements increase to \$ 2.9 Billion in 1986, S. 9-16.
- Vicarelli, Fausto* (1984): Keynes - The Instability of Capitalism, Philadelphia.
- Wagner, Valentin Fritz* (1966): Geschichte der Kredittheorien - Eine dogmenkritische Darstellung, Neudruck der Ausgabe Wien 1937, Aalen.
- Warnking, Gerhard* (1973, Diss.): Die Finanzierungs-lücke kleiner und mittlerer Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland sowie Möglichkeiten und Grenzen ihrer Schließung unter Berücksichtigung amerikanischer Erfahrungen, Münster.
- Willms, Manfred* (1985): Wachstumsfinanzierung mit Venture Capital, in: Wirtschaftsdienst, 65. Jg., Heft V, S. 226-232.

